*Константин Васильев*

# Окна ЗАКРЫЛИСЬ

**CBONDS ОПУБЛИКОВАЛО РЕЙТИНГИ ПО ИТОГАМ ТРЕХ КВАРТАЛОВ 2008 ГОДА. «ОКНА» ДЛЯ РАЗМЕЩЕНИЯ ЕВРООБЛИГАЦИЙ, ОТКРЫТЫЕ В АПРЕЛЕ, ЗАКРЫЛИСЬ В КОНЦЕ ИЮЛЯ НА НЕОПРЕДЕЛЕННЫЙ ПЕРИОД. РЕЙТИНГ, СОСТАВЛЕННЫЙ ПО ИТОГАМ ТРЕХ КВАРТАЛОВ, ВРЯД ЛИ ИЗМЕНИТСЯ ПО ИТОГАМ 2008 ГОДА И ПО ФАКТУ БУДЕТ ОТРАЖАТЬ АКТИВНОСТЬ ОРГАНИЗАТОРОВ С АПРЕЛЯ ПО ИЮЛЬ.**

## ЕВРООБЛИГАЦИИ РОССИИ И СТРАН СНГ

Даже в кризисных условиях за третий квартал 11 компаний из России разместили 13 эмиссий еврооблигаций почти на $6 млрд. При этом, правда, почти все сделки были закрыты в июле — последнем месяце-«окне», когда еще были открыты лимиты на российский долг, а западные инвестбанки чувствовали себя сами чуть более устойчиво.

В целом за три квартала было размещено еврооблигаций на $20.9 млрд, что составляет 56% от результатов прошлого года или 73% от объема за аналогичный период 2007 года. На рынок вышли 34 эмитента с 48 эмиссиями.

Замедление рынка сопровождалось и сужением круга заемщиков до крупных компаний с рейтингом не ниже BB-. В третьем квартале инвесторы были готовы давать деньги помимо традиционной нефтегазовой отрасли компаниям металлургического сектора («Северсталь» и ТМК) и — выборочно — банковскому сектору (Газпромбанк, Промсвязьбанк и ХКФ Банк).

**Россия, еврооблигации. Топ-15**

| № '3Q 08 | № '07 | Инвестиционный банк | Объем, $ млн | Доля рынка, % | Количество эмитентов | Количество эмиссий |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 3 | Citigroup | 2 750 | 13.2% | 6 | 9 |
| 2 | 4 | Deutsche Bank | 2 362 | 11.3% | 3 | 6 |
| 3 | 1 | RBS | 2 350 | 11.3% | 9 | 13 |
| 4 | 2 | Credit Suisse | 2 040 | 9.8% | 4 | 5 |
| 5 | 18 | BNP Paribas | 1 684 | 8.1% | 4 | 5 |
| 6 | 5 | UBS | 1 521 | 7.3% | 6 | 8 |
| 7 | 7 | JP Morgan | 1 425 | 6.8% | 3 | 3 |
| 8 | 6 | Morgan Stanley | 1 379 | 6.6% | 2 | 5 |
| 9–10 | 28 | Calyon | 900 | 4.3% | 3 | 5 |
| 9–10 | 8 | Barclays Capital | 900 | 4.3% | 4 | 5 |
| 11 | 14 | ING Wholesale Banking Лондон | 700 | 3.4% | 4 | 6 |
| 12 | 11 | Goldman Sachs | 583 | 2.8% | 1 | 2 |
| 13 | 16 | HSBC | 550 | 2.6% | 3 | 5 |
| 14 | 13 | Ренессанс Капитал | 331 | 1.6% | 4 | 4 |
| 15 | 17 | BCP Securities | 320 | 1.5% | 4 | 4 |
| | | Итого | 19 795 | 95% | | |

Сужение рынка отразилось и в уменьшении количества участников рынка — банков-организаторов: в сделках, заключенных в третьем квартале, участвовало всего 16 банков, из них только два были российскими — ВТБ и «Ренессанс». Больше всего с внешних рынков для российских заемщиков привлек Credit Suisse — $1.8 млрд, что позволило ему подняться с шестого на четвертое место по итогам полугодия, но не до результатов прошлого года. Более чем по $500 млн смогли найти для российских компаний BNP Paribas, RBS, UBS, Morgan Stanley и Citigroup. Наилучшую динамику в 2008 году показали французские банки BNP Paribas и Calyon, поднявшиеся за год с 18 на 5 и с 28 на 9–10 места соответственно.

Наиболее устойчивыми к риску оказались BCP Securities и Credit Suisse, которые даже в кризисных условиях прокредитовали на $80 млн банк с рейтингом B- (Пробизнесбанк). BCP Securities по итогам трех кварталов вошла в топ-15, поднявшись с 17 места по итогам 2007 года.

На фоне падения рубля к доллару резко сократилась активность и на еврорублевом рынке, в рублях предоставлялось финансирование только в рамках выпуска кредитных нот и секьюритизации. Международные компании также сократили объемы: только EBRD и World Bank доразместили прошлые выпуски на $42 млн. Со структурными сделками на $30 млн на еврорублевый рынок вышли Merrill Lynch, Dresdner Kleinwort и JP Morgan. Всего в рублях за третий квартал привлечено с международных рынков около $500 млн.

Еврооблигации для заемщиков из стран СНГ стали еще более недоступным инструментом заимствований и вряд ли возможным в 2009 году. За третий квартал успели сесть в последний

**Россия и страны СНГ, еврооблигации. Топ-15**

| № '3Q 08 | № '07 | Инвестиционный банк | Объем, $ млн | Доля рынка, % | Количество эмитентов | Количество эмиссий |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 3 | Citigroup | 3 750 | 14.3% | 7 | 11 |
| 2 | 1 | RBS | 3 350 | 12.8% | 10 | 15 |
| 3 | 4 | Credit Suisse | 3 165 | 12.1% | 6 | 8 |
| 4 | 5 | Deutsche Bank | 2 487 | 9.5% | 4 | 7 |
| 5 | 2 | UBS | 2 481 | 9.5% | 11 | 15 |
| 6 | 6 | JP Morgan | 2 065 | 7.9% | 6 | 6 |
| 7 | 15 | BNP Paribas | 1 809 | 6.9% | 5 | 6 |
| 8 | 7 | Morgan Stanley | 1 405 | 5.4% | 3 | 6 |
| 9–10 | 31 | Calyon | 900 | 3.4% | 3 | 5 |
| 9–10 | 12 | Barclays Capital | 900 | 3.4% | 4 | 5 |
| 11 | 10 | ING Wholesale Banking Лондон | 850 | 3.2% | 5 | 7 |
| 12 | 11 | HSBC | 675 | 2.6% | 4 | 6 |
| 13 | 14 | Goldman Sachs | 583 | 2.2% | 1 | 2 |
| 14 | 18 | Ренессанс Капитал | 331 | 1.3% | 4 | 4 |
| 15 | 20 | BCP Securities | 320 | 1.2% | 4 | 4 |
| | | Итого | 25 071 | 96% | | |

вагон два украинских банка с иностранным участием — УкрСиббанк и «Альфа-Банк Украина», привлекшие по $250 млн, а также азербайджанский банк «Республика» и грузинский Банк Грузии смогли разместить небольшие выпуски CLN на $50 млн и $40 млн соответственно.

Дальнейшие перспективы, по крайней мере, на ближайшие полгода, рынка еврооблигаций для заемщиков из России и стран СНГ мрачны, и по итогам года рейтинги вряд ли изменятся по отношению к трем кварталам. Надежд на «окна» также нет, так как лимиты на данные рынки закрыты и текущие уровни доходности по индикативным выпускам в 20–30% вряд ли будут экономически целесообразны для компаний, которые смогут получить государственную поддержку.

## СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ И КРЕДИТНЫЕ НОТЫ

Сегмент частных сделок на удивление не закрылся окончательно, а показал некоторую живучесть. При этом хуже себя чувствуют кредитные ноты — в России прошли только две сделки на $83 млн для банка «Ренессанс Капитал» и Media-One Holdings, которые позволили «Ренессанс Капиталу» занять первое место в рейтинге.

Лучше обстоят дела на рынке секьюритизации. Правда, рынок ушел в непубличную плоскость: за 2008 год было привлечено на данном сегменте более $1 млрд, с учетом публичных сделок — $1.5 млрд. В связи с этим Cbonds запустило новый рейтинг на рынке секьюритизации — с учетом частного размещения и сделок warehouse.

В третьем квартале прошла одна публичная сделка — секьюритизация факторинга МФК «ТРАСТ» на 4.12 млрд руб., осуществленная Deutsche Bank и VTB Bank Europe. В частном сегменте прошли две сделки: Европейский Трастовый Банк закрыл предварительное финансирование ипотеки на 2.7 млрд руб. «Еврокоммерц» стала единственной компанией, которая в самый «горячий» месяц — октябрь — смогла провести вторую сделку по секьюритизации факторинга на 3.33 млрд руб. и рефинансировала первую сделку на 5 млрд руб. Активная работа на данном сегменте даже в период кризиса принесла первое место для группы ВТБ, второе место — у Deutsche Bank.

У частного сегмента есть некоторые перспективы в период кризиса, так как на данном сегменте деньги смогут получить те компании, двери для которых на других рынках закрыты. В данном случае, в связи с большей гибкостью инструментов, сделки могут планироваться под конкретных инвесторов и с различными структурами обеспечения и гарантий для инвесторов.

**Россия и страны СНГ, ABS (включая частное размещение)**

| № '3Q 08 | Инвестиционный банк | Объем, $ млн | Доля рынка, % | Количество эмитентов | Количество эмиссий |
|---|---|---|---|---|---|
| 1 | ВТБ (включая VTB Bank Europe) | 448 | 28.9% | 3 | 5 |
| 2 | Deutsche Bank | 331 | 21.3% | 2 | 4 |
| 3 | Goldman Sachs | 206 | 13.3% | 1 | 2 |
| 4 | Credit Suisse | 140 | 9.0% | 1 | 1 |
| 5–6 | КИТ Финанс Инвестиционный банк | 129 | 8.3% | 1 | 2 |
| 5–6 | Morgan Stanley | 129 | 8.3% | 1 | 2 |
| 7 | UBS | 110 | 7.1% | 1 | 2 |
| 8 | UniCredit Group | 59 | 3.8% | 1 | 1 |
| | Итого | 1 552 | 100% | | |

**Россия и страны СНГ, CLN**

| № '3Q 08 | № '07 | Инвестиционный банк | Объем, $ млн | Доля рынка, % | Количество эмитентов | Количество эмиссий |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 1 | Ренессанс Капитал | 331 | 25.9% | 4 | 4 |
| 2 | 3 | МДМ-Банк | 290 | 22.7% | 2 | 2 |
| 3 | 2 | Инвестиционный банк ТРАСТ | 269 | 21.0% | 4 | 4 |
| 4 | 5 | ING Wholesale Banking Лондон | 150 | 11.7% | 1 | 2 |
| 5 | 10 | JP Morgan | 140 | 10.9% | 1 | 1 |
| 6–7 | — | RBS | 50 | 3.9% | 1 | 1 |
| 6–7 | 15–17 | RZB Group | 50 | 3.9% | 1 | 1 |
| | | Итого | 1 280 | 100% | | |

**Организаторы еврооблигаций на мировом рынке в основных валютах. Топ-10**

| № | Рейтинг организаторов в USD | Объем эмиссий, млрд $ | Рейтинг организаторов в EUR | Объем эмиссий, млрд $ | Рейтинг организаторов в GBP | Объем эмиссий, млрд $ | Рейтинг организаторов в CHF | Объем эмиссий, млрд $ | Рейтинг организаторов в JPY | Объем эмиссий, млрд $ |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | JP Morgan | 164.7 | Deutsche Bank | 87.9 | Royal Bank of Scotland | 20.35 | Credit Suisse | 16.04 | Daiwa Securities SMBC | 6.80 |
| 2 | Barclays Capital | 161.5 | Barclays Capital | 69.8 | HSBC | 19.36 | UBS | 8.93 | Citigroup | 5.14 |
| 3 | Merrill Lynch | 111.9 | Royal Bank of Scotland | 68.1 | Barclays Capital | 16.48 | Royal Bank of Scotland | 5.37 | Mitsubishi UFJ Securities | 3.85 |
| 4 | Deutsche Bank | 86.5 | BNP Paribas | 60.8 | UBS | 7.75 | BNP Paribas | 4.46 | Mizuho | 3.64 |
| 5 | Citigroup | 85.5 | HSBC | 54.0 | Deutsche Bank | 7.67 | Deutsche Bank | 1.94 | Barclays Capital | 3.44 |
| 6 | Goldman Sachs | 83.4 | UBS | 53.7 | RBC Capital Markets | 7.60 | Zurcher Kantonalbank | 1.83 | BNP Paribas | 2.23 |
| 7 | Morgan Stanley | 81.5 | UniCredit Group | 49.5 | BNP Paribas | 5.24 | UniCredit Group | 1.47 | Morgan Stanley | 2.19 |
| 8 | Bank of America | 77.4 | Societe Generale | 47.0 | Morgan Stanley | 5.17 | Swiss Cantonal Banks | 0.87 | UBS | 2.12 |
| 9 | Credit Suisse | 51.4 | JP Morgan | 42.7 | Merrill Lynch | 5.12 | Basler Kantonalbank | 0.37 | Nomura | 2.04 |
| 10 | UBS | 49.2 | Calyon | 38.6 | JP Morgan | 3.43 | Mitsubishi UFJ Securities | 0.25 | Royal Bank of Scotland | 1.65 |
| | Итого по Топ-10 | 952.8 | | 572.1 | | 98.2 | | 41.5 | | 33.1 |
| | Общий итог | 1118.0 | | 923.6 | | 113.01 | | 42.10 | | 40.45 |
| | Отношение 3Q 08г к 07г | 89% | | 84% | | 41% | | 79% | | 560% |

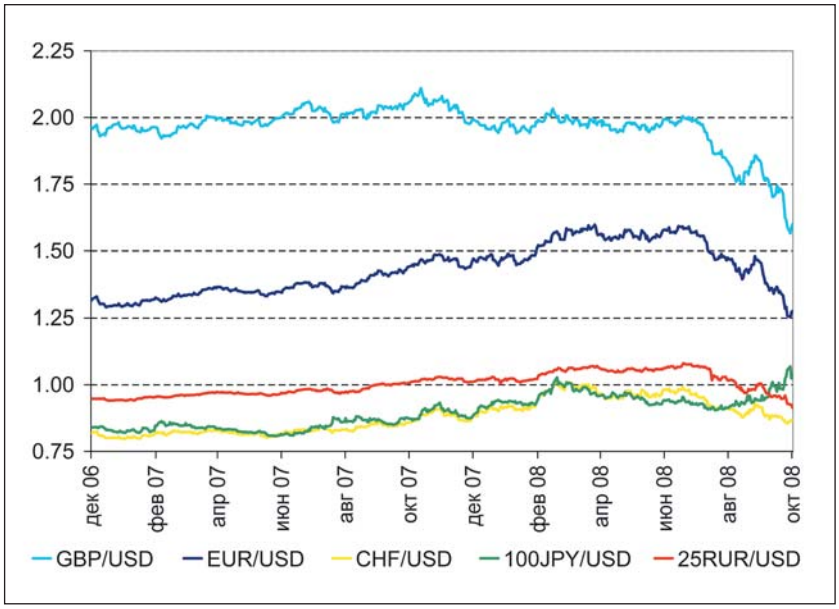
*Источник: EuroWeek по данным Dealogic. Расчеты: Cbonds*

## МИРОВОЙ РЫНОК

Совокупный объем новых эмиссий еврооблигаций, размещенных за три квартала 2008 г. на мировом рынке, по данным EuroWeek и Dealogic, составил порядка $2.45 трлн, или около 74% от итогов 2007 года. За третий квартал было размещено новых эмиссий всего на $0.5 трлн, что говорит о явном замедлении рынка еврооблигаций во всем мире.

По типу сделок можно отметить следующее: по отношению к прошлому году в Европе снизились практически до нуля (1.5 млрд евро против 24 млрд евро) объемы размещений высокодоходных облигаций (high yield), конвертируемые и обмениваемые выпуски составили 60% (29 млрд евро) от итогов прошлого года, облигации с плавающей ставкой (FRN), номинированные в евро, составили 28% (137 млрд евро). При этом FRN в долларах выросли до $254 млрд, что составляет 91% от прошлого года, сохранили свои позиции облигации с покрытием — 183 млрд евро, 70% от результатов 2007 года. Наилучшую динамику показали субординированные выпуски и выпуски гибридных ценных бумаг (tier I capital) — 99% и 84% от итогов прошлого года, или $226 и $92 млрд соответственно. Данная динамика отражает, что спрос инвесторов сместился с рисковых активов на менее рисковые или предполагающие большие права инвесторов как в случае гибридов, так и облигаций с покрытием.

*График 1. Динамика основных валют по отношению к доллару США*




*Источник: Forexpf.Ru (www.forexpf.ru). Расчеты: Cbonds*

**Рейтинги по доходу от инвестиционно-банковской деятельности. Топ-10**

| № | Рейтинг по совокупному доходу от ИБ | Доход, млн $ | Рейтинг по доходу на долговом рынке | Доход, млн $ | Рейтинг по доходу на рынке АК (Equity) | Доход, млн $ | Рейтинг по доходу от M&A | Доход, млн $ | Рейтинг по доходу от синдикаций | Доход, млн $ |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | JP Morgan | 4 148 | JP Morgan | 903 | JP Morgan | 1 319 | Goldman Sachs | 1 652 | Royal Bank of Scotland | 494 |
| 2 | Goldman Sachs | 3 342 | Citigroup | 775 | Goldman Sachs | 1 139 | JP Morgan | 1 449 | JP Morgan | 477 |
| 3 | Merrill Lynch | 2 924 | Barclays Capital | 764 | Merrill Lynch | 1 065 | UBS | 1 164 | Bank of America | 460 |
| 4 | Citigroup | 2 853 | Merrill Lynch | 669 | Citigroup | 964 | Merrill Lynch | 1 132 | BNP Paribas | 310 |
| 5 | UBS | 2 499 | Bank of America | 565 | Morgan Stanley | 763 | Morgan Stanley | 1 129 | Calyon | 259 |
| 6 | Morgan Stanley | 2 484 | UBS | 561 | UBS | 711 | Credit Suisse | 953 | HSBC | 225 |
| 7 | Credit Suisse | 2 232 | Deutsche Bank | 545 | Barclays Capital | 651 | Deutsche Bank | 931 | Barclays Capital | 224 |
| 8 | Deutsche Bank | 2 102 | Credit Suisse | 502 | Credit Suisse | 615 | Citigroup | 906 | ING | 211 |
| 9 | Barclays Capital | 2 053 | Royal Bank of Scotland | 486 | Bank of America | 554 | Lazard | 596 | Citigroup | 207 |
| 10 | Bank of America | 1 733 | Morgan Stanley | 486 | Deutsche Bank | 460 | Rothschild | 422 | Societe Generale | 185 |
| | Итого по Топ-10 | 26 370 | | 6 256 | | 8 241 | | 10 334 | | 3 052 |
| | Общий итог | 47 490 | | 11 454 | | 12 119 | | 16 173 | | 7 745 |
| | Отношение 3Q 08г к 07г | 68% | | 63% | | 75% | | 77% | | 54% |

*Источник: EuroWeek по данным Dealogic. Расчеты: Cbonds*

Тройка лидеров общего рейтинга во всех валютах не изменилась, только Barclays Capital поменялся с JP Morgan лидирующей позицией, Deutsche Bank сохранил третье место. Из-за небольшого объема размещений рейтинг не претерпел значительных изменений за исключением выпадения из рейтинга Lehman Brothers и роста позиций UniCredit Group.

В разбивке по валютам лидеры первого полугодия 2008 года удержали свои позиции за исключением сегмента фунтов стерлингов — Royal Bank of Scotland и HSBC поменялись местами. Необходимо отметить значительный рост Barclays Capital в различных рейтингах: в рейтинге организаторов эмиссий в долларах США Barclays поднялся на второе место, вытеснив Citigroup; на рынке евро Barclays также занял вторую строчку, заменив UBS.

На основные пять валют заимствований приходится около 91.5% от совокупного объема размещенных эмиссий, по итогам 2007 года эта доля составляла 81%, что говорит о снижении заимствований в местных валютах на фоне кризиса. Но снижаются заимствования и в базовых валютах. Так, в фунтах стерлингов совокупный объем размещения составляет лишь 41% от итогов 2007 года. Наилучшую же динамику показывают заимствования в японских иенах — объем размещений вырос в 6.5 раз, хотя в абсолютном выражении «самураи» размещаются еще пока на небольшие суммы — $40 млрд. Отметим, что иена единственная из базовых валют показывает рост по отношению к доллару, тогда как остальные валюты показали резкое снижение. Мы ожидаем дальнейшее распространение иены как международной валюты заимствований.

Кризис достаточно сильно ударил по мировым инвестиционным банкам, многие долговые рынки оказались полностью закрыты для новых сделок и многие предвещают даже закат инвестиционно-банковского бизнеса. Тем не менее, по итогам трех кварталов 2008 года динамика банковских доходов от инвестбанкинга еще не слишком трагична. Так, наблюдается незначительное сокращение динамики общей суммы доходов — по итогам трех кварталов инвестбанки заработали $47.5 млрд, что составляет 68% от итогов прошлого года. Меньше всего данный показатель на сегменте синдицированных кредитов — 54% — и на облигационном рынке — 63%. Но услуги инвестбанков на рынке сделок M&A и связанных с акционерным капиталом по прежнему востребованы — за три квартала получено доходов в размере 3/4 от итогов прошлого года. Таким образом, вероятно, если в 2009 году долговые рынки не восстановятся должным образом, инвестбанкиры станут уделять основное внимание сделкам по слияниям и поглощениям, а не рыночным привлечениям долга.

# VI ежегодный Российский облигационный конгресс – 2008

4-5 декабря
Санкт-Петербург
Park Inn Пулковская

## ПРИГЛАШАЕМ
## К УЧАСТИЮ В КОНФЕРЕНЦИИ

**Ожидается более 450 участников**

**Организаторы:**

Fondovaya Biyzha MMVB MICEX Stock Exchange

**Генеральный спонсор:**

ВТБ

Российские железные дороги

**Официальные партнеры:**

Промсвязьбанк

TRUST инвестиционный банк траст

БФА инвестиционная компания

**Спонсор Bond-PARTY:**

РТС Фондовая Биржа

**Спонсоры:**

Регион

Банк Москвы

Банк Петрокоммерц Финансовая группа «ИФД-Капиталъ»

Связь Банк

RI Group finance

**При участии:**

Московский кредитный банк

KD GROUP

Банк Зенит Банковская группа Зенит

WBL World Business Law

Fitch Ratings know your risk

NÖRR STIEFENHOFER LUTZ

**Со-организаторы круглых столов и секций:**

«Дефолты: как их избежать и что делать если они неизбежны. Анализ кредитоспособности эмитентов»

Линия права юридическая фирма

**При поддержке:**

НАУФОР национальная ассоциация участников фондового рынка

**Информационные партнеры:**

РЦБ

Investfunds

ICMA International Capital Market Association

EuroWeek

CbondsContact

Саморегулируемая организация НФА Национальная фондовая ассоциация