

Специальный комментарий

Купонные страхи в российских еврооблигациях

В среду-четверг на этой неделе неожиданно широкую огласку во всех деловых СМИ и на лентах новостей получили возможные новации Минфина по трактовке экономической и налоговой природы купонных выплат по российским еврооблигациям. В львиной доле выпускавшихся и выпускаемых валютных инструментов, которыми в основном являются LPN (loan-participation notes), конечными заемщиками в качестве непосредственного эмитента используются структуры SPV (special-purpose vehicle) в ирландской или люксембургской юрисдикциях. Через эти компании технически проходит выпуск еврооблигаций и выплата процентов конечным держателям. И Минфин имеет планы по налогообложению всех купонных выплат от заемщика к SPV по ставке налога на прибыль (20%), мотивируя это тем, что SPV является посредником, а не конечным держателем бумаг.

Леонид Игнатьев
+7 495 647-23-60
leonid.ignatiev@trust.ru

Изменения подхода Минфина и, как следствие, ФНС России вызвали у рынка, банков-организаторов и заемщиков на рынке еврооблигаций целую волну страхов и опасений насчет судьбы российского рынка валютных бондов, а также разные трактовки происходящего и прогнозы. Ниже в тезисной форме мы приводим наш взгляд на проблему и мнение о наиболее вероятном развитии событий в ближайшем будущем.

Во всех еврооблигационных проспектах, которые мы изучили, достаточно четко прописано, что конечный держатель еврооблигаций застрахован от возможных изменений налогового режима в стране заемщика и эмитента. Иными словами, любое возникающее налогообложение купонов (которого пока нет) не должно касаться конечного держателя, который при любых обстоятельствах должен получать номинальный купон, а выпадающие доходы должны полностью компенсироваться заемщиком. Например, если купон по еврооблигациям равен 10%, то при осуществлении подхода Минфина с них будет удержано 20%, а нетто-величина уменьшится до 8%. Выпадающие 2% для держателя подлежат компенсации со стороны заемщика, который будет вынужден увеличить номинальный купон уже до 12.5%, то есть на 25%. Таким образом, при актуальных размерах купонов в 6–7% для российских еврооблигаций рост эффективной ставки для корпораций и банков может вырасти сразу на 150–175 бп. Это очень много даже для активного и растущего рынка с узкими спредами и в принципе может быть сопоставимо с историческими дисконтами между рублевыми и валютными бондами одного и того же эмитента. На текущем же рынке и наших ожиданиях по 2012 г. такое давление на ставки будет сверхизбыточным и может полностью и надолго закрыть первичный рынок и сильно сократить вторичный. Резюмируя, основные негативные последствия от инициатив Минфина понесут конечные заемщики, для которых панацеей может стать только, пожалуй, локальный рынок.

Ключевыми заемщиками на рынке еврооблигаций, с рядом оговорок, являются компании с инвестиционным рейтингом, большинство которых, в свою очередь, представляет госсектор. Новации в большей степени нарушают интересы госкомпаний и ставят под сомнение запланированные дебюты даже суверенных еврооблигаций. Значительными игроками на рынке евробондов являются металлургические и нефтяные компании, которые, как ожидается, будут наращивать свои инвестпрограммы, в том числе и по инициативе государства, и исторически имеют сильную привязку к глобальным рынкам капитала. Мы считаем, что в сложившейся ситуации налицо конфликт интересов на многих уровнях, а цена вопроса для Минфина, к слову, не превышает нескольких сот миллионов долларов новых бюджетных доходов. Примечательно, что в настоящее время Сбербанк проводит роад-шоу своих еврооблигаций, размещение которых могло бы «прорубить» первичный рынок 2012 г. и для остальных игроков. Сложившаяся нервозность пока еще на локальном рынке может поставить успех сделки под сомнение.

Важным последствием изменения налогового режима и единственной «полустраховкой» от налогового «форс-мажора» стоит признать возникновение опциона call для заемщика, который может быть исполнен по номинальной стоимости. Если учесть, что большинство упомянутых выше еврооблигаций госкомпаний, банков и частных имен с рейтингами неспекулятивной категории торгуется выше или значительно выше номинала, то с формальной экономической точки зрения исполнение такого опциона выгодно заемщикам, имеющим избыточную ликвидность. Другое дело, что call опцион, да еще и не имеющий конкретного срока исполнения (условиями проспектов по еврооблигациям предусмотрен любой период вплоть до погашения), делает для держателей инструмент совершенно неинтересным. Выкуп по цене ниже рыночной в явной форме нарушает права инвесторов и негласно сложившийся порядок вещей на долговом рынке.

Даже если заемщик официально откажется от возникающего права досрочного выкупа, то это не гарантирует, что такое решение не будет принято через 1 год. Таким образом, определение рыночной дюрации еврооблигаций спекулянтами и консервативными инвесторами просто ставится под сомнение. Мы уверены, что сиюминутная выгода от реализации опциона call для заемщиков полностью бы перечеркнула, возможно, катастрофические репутационные последствия для восприятия российских заимствований зарубежными инвесторами, а также для реализации планов построения в Москве полноценного мирового финансового центра. Но даже если исходить из того, что недопустимость срабатывания call опционов понимают на рынке, нельзя не признать, что для конечных держателей риски все равно возрастают, так как появляется момент видимой неопределенности.

В аргументах и доводах, которые мы встречали в СМИ, часто фигурировал тезис о невозможности точного установления конечных держателей облигаций. Как мы понимаем, именно исчезновение статуса презумпции «нероссийской юрисдикции» держателей бондов дает основание представителям Минфина думать об обратном. Кроме того, это довод приводится представителями компаний и банков-организаторов. Как мы понимаем, обязать иностранных представителей сделки раскрывать такую информацию Минфин или заемщик не имеет юридических оснований. Кроме того, не будем забывать важный принцип сохранения банковской тайны. В любом случае более 90% всех счетов конечных выгодоприобретателей, очевидно, будут зарегистрированы в иностранных юрисдикциях, даже если за ними будут «скрываться» условно российские инвесторы.

Мы видим, что к вопросу о нежелательности обложения купонных выплат постепенно подключается мощное лобби в лице государственных компаний-заемщиков. Так, Транснефть сообщила о том, что ее дополнительные расходы составят несколько миллиардов рублей и что она рассматривает вопрос о досрочном погашении еврооблигаций, которые торгуются в диапазоне 101,2–123% от номинала. Эта информация пока не получила видимого распространения на западных рынках, и российский рынок еврооблигаций продолжает расти в рамках общемирового роста спроса на рискованные активы. Но любое новое подобное заявление может спровоцировать волну массового избавления от российских активов и, принимая в расчет рыночные потери игроков по длинным бумагам, очень надолго отвадить их от российского сегмента долга EM.

Наш короткий анализ видимых итогов потенциального решения российского финансового ведомства приводит нас к выводу, что с огромной долей вероятности история не получит своего продолжения ни для уже обращающихся еврооблигаций, ни для новых выпусков. Возможная выгода для бюджета и отдельных заемщиков имела бы массу далеко идущих негативных последствий, финансовая цена которых в разы превысит размер налога на прибыль с еврооблигаций. Мы думаем, что ни заемщики, ни Минфин не заинтересованы резко менять условия игры на рынке и что действующий статус-кво сохранится, но с рядом рекомендательных нововведений. По этой же причине мы надеемся, что Транснефть не пойдет дальше словесных интервенций и что не стоит делать ставку на массовую распродажу в ее еврооблигациях. В настоящее время мы исходим из того, что сложившаяся неопределенность будет закрыта в ходе встреч уже на следующей неделе и ралли в российских еврооблигациях, начавшееся в начале 2012 г., продолжится.

Дирекция анализа долговых рынков

research.debtmarkets@trust.ru

+7 495 789-36-09

Дирекция финансовых рынков

sales@trust.ru

+7 495 647-25-92

Руководитель дирекции

Леонид Игнатьев

+7 495 647-23-60

leonid.ignatiev@trust.ru

Руководитель управления торговли

Андрей Труфакин

+7 495 789-60-58

andrey.trufakin@trust.ru

Макроэкономика и стратегия

Роман Дзугаев

+7 495 647-23-64

roman.dzugaev@trust.ru**Алексей Тодоров**

+7 495 647-23-62

aleksey.todorov@trust.ru**Иван Синельников**

+7 495 786-35-36

ivan.sinelnikov@trust.ru

Руководитель управления продаж

Александр Хлопецкий

+7 495 647-28-39

aleksandr.khlopetsky@trust.ru

Управление продаж

Олеся Курбатова

+7 495 647-25-90

olesya.kurbatova@trust.ru**Артем Петросьян**

+7 495 647-25-67

petrosyan.artem@trust.ru**Яна Шнайдер**

+7 495 647-25-74

yana.shnayder@trust.ru

Кредитный анализ

Юлия Сафарбакова

+7 495 647-23-59

yulia.safarbakova@trust.ru**Дмитрий Турмышев**

+7 495 647-25-89

dmitry.turmyshev@trust.ru**Петр Макаров**

+7 495 647-25-77

petr.makarov@trust.ru

Настоящий отчет не является предложением или просьбой купить или продать какие-либо ценные бумаги или связанные с ними финансовые инструменты либо принять участие в какой-либо стратегии торговли. Хотя информация и мнения, изложенные в настоящем отчете, являются, насколько нам известно, верными на дату отчета, мы не предоставляем прямо оговоренных или подразумеваемых гарантий или заключений относительно их точности или полноты. Представленная информация и мнения не были специально подготовлены для конкретной операции любых третьих лиц и не представляют детальный анализ конкретной ситуации, сложившейся у третьих лиц. Мы можем изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. Информация и заключения, изложенные в настоящем отчете, не заменяют независимую оценку инвестиционных потребностей и целей какого-либо лица. Мнения, выраженные в данном отчете, могут отличаться или противоречить мнениям других подразделений НБ «ТРАСТ» (ОАО) («Банк») в результате использования разных оценок и критериев, а также проведения анализа информации для разных целей. Данный документ может использоваться только для информационных целей. Описание любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном отчете, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов не обязательно свидетельствуют о будущих результатах.

Банк и связанные с ним стороны, должностные лица, директора и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем отчете, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваться выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). Банк и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в данном отчете, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Сотрудники Банка или связанные с ним стороны могут или могли быть также сотрудниками или директорами упомянутых компаний (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). В Банке разработаны и внедрены специальные процедуры, препятствующие несанкционированному использованию служебной информации, а также возникновению конфликта интересов в связи с оказанием Банком консультационных и других услуг на финансовом рынке. Банк и связанные с ним стороны не берут на себя ответственность, возникающую из использования любой информации или заключений, изложенных в настоящем отчете. Цитирование или использование всей или части информации, содержащейся в настоящем отчете, допускается только с прямо оговоренного разрешения Банка.

Настоящий отчет может быть использован инвесторами на территории России с учетом действующего законодательства РФ. Иностранные инвесторы (включая, но не ограничиваясь: Швейцария, Королевство Нидерландов, Германия, Италия, Франция, Швеция, Дания, Австрия) могут использовать настоящий отчет только, если они являются институциональными инвесторами по законодательству страны регистрации. Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован в качестве брокера-дилера уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций США, распространяется контрагентам Банка в США и предназначается только для этих лиц, которые подтверждают, что они являются основными институциональными инвесторами США, как это определено в Правилах 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и принимают и принимают все риски, связанные с операциями с финансовыми инструментами (включая ценные бумаги). Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций Великобритании, и распространяется контрагентам Банка в Великобритании, не являющимся частными инвесторами.

Каждый аналитик Дирекции анализа экономики и финансовых рынков, частично или полностью отвечающий за содержание данного отчета, подтверждает, что в отношении каждого финансового инструмента или эмитента, упомянутых в отчете: (1) все выраженные мнения отражают его личное отношение к данному ценному бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядами, выраженными в отчете; и (3) он не проводит операции с финансовыми инструментами компаний, анализ деятельности которых он осуществляет. Банк не несет никакой ответственности за использование кем-либо информации, основанной на мнении аналитика Дирекции анализа экономики и финансовых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.