

БЕЛАРУСЬ НА ЕВРООБЛИГАЦИОННОМ РЫНКЕ: ОПЫТ СУВЕРЕНА

АНДРЕЙ БЕЛКОВЕЦ,

начальник Главного управления государственного долга Минфина

ЕЛЕНА ГАВРУКОВИЧ,

заместитель начальника управления Главного управления государственного долга Минфина

Популярность еврооблигаций растет с каждым годом. Этот инструмент позволяет привлекать значительные объемы средств на длительные сроки. Причем спросом пользуются долговые бумаги эмитентов с разным уровнем риска, вопрос только в доходности, которую они должны предложить потенциальным покупателям. Неудивительно, что с 2011 года наблюдается устойчивое увеличение заимствований на этом рынке со стороны развивающихся стран, в том числе и Беларуси.

ПЕРВЫЕ ШАГИ

Отправной точкой целенаправленных усилий нашей страны по выходу на международный рынок капитала можно считать прошедшее 15 июня 2006 года совещание у Президента Беларуси, посвященное вопросам наращивания ресурсной базы госбанков и привлечения иностранных инвестиций в банковский сектор. В рамках мероприятия Александр Лукашенко отметил необходимость в полной мере задействовать все источники ускорения темпов увеличения ВВП – как внутренние, так и внешние.

Одним из способов реализации поставленных Главой государства задач стал поиск кредитных ресурсов на иностранном финансовом рынке. Первый шаг в этом направлении в декабре 2006 года сделан ОАО «Белагропромбанк». Его долговые обязательства были представлены в виде кредитных нот (вид облигации, привязанной к кредитному договору). В 2007 году аналогичные ценные бумаги разместили ОАО «Беларусбанк» и ОАО «Приорбанк».

Не осталось в стороне от этой работы и Правительство. Но вы-

ход на внешний рынок суверена осложнялся отсутствием у Беларуси кредитных рейтингов от международных агентств «большой тройки»: Standard & Poor's, Moody's Investors Service или Fitch Ratings.

В августе 2007 года международные рейтинговые агентства Standard & Poor's и Moody's Investors Service присвоили Беларуси суверенные кредитные рейтинги на уровне «В+» и «В1» соответственно. После этого Минфин приступил уже непосредственно к организации эмиссии ценных бумаг.

Дебютная сделка планировалась на 2008 год. Предполагалось осуществить эмиссию трехлетних суверенных еврооблигаций, номинированных в японских йенах, в эквиваленте 260 млн. USD. Однако мировой финансовый кризис скорректировал планы Правительства.

ДЕБЮТ СУВЕРЕНА

Подходящее «окно» для организации выпуска открылось только в 2010 году, им было решено воспользоваться.

Основные параметры планиру-

емого заимствования, как и полномочия Правительства по его реализации, были закреплены в Указе Президента Беларуси от 13 мая 2010 года № 245 «О выпуске государственных облигаций Республики Беларусь».

Документом определен план по размещению на внешнем финансовом рынке гособлигаций в объеме до 2 млрд. USD и со сроком обращения не менее пяти лет.

При этом Совмину в отношении суверенных еврооблигаций были предоставлены следующие права и обязанности:

- одобрять проспект эмиссии каждого выпуска облигаций, а также договоры, связанные с выпуском, обращением и погашением этих ценных бумаг;
- закреплять (при необходимости) в договорах и иных документах, связанных с эмиссией облигаций, отказ Беларуси от иммунитетов по спорам;
- определять государственные органы, а также должностных лиц и предоставлять им полномочия на совершение необходимых юридически значимых дей-

ствий, в том числе подписание документов;

- обеспечивать обслуживание и погашение облигаций, а также выплату комиссий, вознаграждений и осуществление иных расходов.

Впоследствии данные нормы были закреплены в Положении о внешних государственных займах и внешних займах, привлеченных под гарантии Правительства (утверждено Указом Президента Беларуси от 18 апреля 2006 года № 252), которое и по сегодняшний день регулирует порядок эмиссии гособлигаций на внешнем рынке.

Организаторами сделки выступили BNP Paribas, Deutsche Bank, The Royal Bank of Scotland и Сбербанк России, в качестве соорганизатора принял участие Беларусбанк.

В соответствии с рекомендациями партнеров, размещение осуществлено в формате Reg S (Положение S Закона США о ценных бумагах (1933 год), предполагающее продажу ценных бумаг только тем инвесторам, которые не являются резидентами США).

После подготовки проспекта эмиссии и иной документации, а также проведения анализа рынка, с 12 по 16 июля 2010 года состоялись встречи с потенциальными инвесторами в Великобритании, Германии, Швейцарии и Австрии («роуд-шоу»).

Уже 26 июля 2010 года объявлено о выпуске суверенных еврооблигаций сроком на 5 лет. Данное предложение вызвало достаточно большой интерес. Заявки на покупку подали 145 инвесторов на 1,5 млрд. USD. Непосредственно сделка была закрыта 3 августа 2010 года. В результате состоялось дебютное разме-

РИС. 1. ДИНАМИКА ДОХОДНОСТИ К ПОГАШЕНИЮ ЕВРООБЛИГАЦИЙ БЕЛАРУСЬ-2015 В ПЕРИОД С АВГУСТА ПО ДЕКАБРЬ 2010 г.



щение суверенных ценных бумаг на 600 млн. USD с купоном 8,75% годовых по цене 99,011% от номинала (что соответствовало текущей доходности 9% годовых).

Отметим, что 30% выпуска приобретено инвесторами из континентальной Европы, 26% – США (через офшорные счета), 23% – Великобритании, 18% – России, 3% – Азии.

Отечественные еврооблигации прошли процедуру листинга на Люксембургской фондовой бирже. Им присвоили рейтинги, аналогичные суверенным – «B1» (Moody's Investors Service) и «B+» (Standard & Poor's).

С момента завершения дебютного выпуска на вторичном рынке наблюдалась активная торговля ценными бумагами, которые реализовывались по цене на 1–2% выше их номинальной стоимости. При этом доходность к их погашению снизилась с 9% до 8,12%. Учитывая сложившуюся благоприятную ситуацию, был проведен дополнительный выпуск (доразмещение) еврооблигаций на 400 млн. USD по цене 102% от номинала (доходность 8,251% годовых). Таким образом, общий размер привлеченных средств достиг 1 млрд. USD.

Первые успехи и рекомендации банков-организаторов под-

толкнули Правительство принять решение о расширении работы на международном финансовом рынке.

В итоге Минфин 19 января 2011 года осуществил новый выпуск суверенных евробондов. Облигации на сумму 800 млн. USD со сроком обращения 7 лет были размещены под 8,95% годовых с ценой первичного размещения 100% от номинальной стоимости.

Несмотря на цену заимствований, которую сложно назвать льготной, дебют Беларуси на международном рынке капитала был положительно оценен международными экспертами и аналитиками и позволил в условиях ограниченных возможностей: привлечь несвязанные кредитные ресурсы на 1,8 млрд. USD; диверсифицировать источники внешнего финансирования; расширить инвесторскую базу; сформировать эталонную кривую доходности по облигациям; начать формирование «истории» нашей страны как заемщика на международном долговом рынке.

ВЫНУЖДЕННАЯ ПАУЗА

2011 год ознаменовался осложнением экономической ситуации в Беларуси. Ухудшилась и риторика со стороны международных

экспертов, в частности опубликован доклад МВФ, где сотрудники фонда выразили озабоченность дефицитом счета текущих операций платежного баланса Беларуси и политикой Нацбанка по привлечению валютных депозитов отечественных банков в обмен на рублевое рефинансирование. В свою очередь, рейтинговые агентства Standard & Poor's и Moody's дважды в течение года понизили суверенные кредитные рейтинги РБ, спустив их в преддефолтные группы.

Совокупность негативных факторов отрицательно отразилась на котировках отечественных еврообондов. Почувствовав тревожные сигналы, инвесторы активно распродавали из портфелей белорусские ценные бумаги.

В результате, несмотря на благоприятную в целом конъюнктуру рынков долговых обязательств для развивающихся стран, доходность по еврооблигациям Беларуси в течение года достигала 20% годовых. В таких условиях новые выпуски экономически нецелесообразны.

Ситуация несколько выправилась в 2012 году. Доходность бумаг вернулась к 9%, что позволило Правительству начать проработку новых эмиссий. Даже были назначены организаторы выпуска – ЗАО «ВТБ Капитал» и ЗАО «Сбербанк КИБ». Однако размещения облигаций не произошло. Технически доступ на рынок оказался закрыт: ссылаясь на наличие санкций ЕС, расчетно-клиринговые системы Euroclear и Clearstream отказались регистрировать выпуски суверенных бондов.

В том числе и по этой причине период с 2013 по 2016 год стал временем затишья, когда активности на международном рын-

ке заморозили как суверенный заемщик, так и корпоративные эмитенты.

ВОЗВРАЩЕНИЕ НА РЫНОК

После снятия санкций Евросоюза в отношении Беларуси в 2016 году работа на международном рынке капитала была возобновлена.

Несмотря на то, что позитивным сигналом для инвесторов являлось успешное погашение в августе 2015 года дебютной эмиссии отечественных еврооблигаций на 1 млрд. USD, Правительство понимало всю сложность стоявших перед ним задач.

Во-первых, учитывая длительное отсутствие на внешнем рынке, новый выпуск расценивался фактически как дебютный – большинство потенциальных партнеров знакомились со страной с чистого листа.

Во-вторых, санкционная история требовала комплексных переговоров с инфраструктурными организациями (биржей, клиринговыми системами), которые в свете усиления регулирования ужесточили процедуры согласования на всех уровнях одобрения транзакций.

Для успешного решения вышеозначенных вопросов необходима была сильная команда партнеров. После проведения конкурсного отбора Правительство назначило банками-организаторами и андеррайтерами новой эмиссии крупнейшие кредитные учреждения: американский Citibank и австрийский Raiffeisen Bank International AG. Банком-соорганизатором (без обязательств по андеррайтингу) стал Банк развития Республики Беларусь.

В целях расширения круга потенциальных инвесторов был

выбран сдвоенный формат «144A/Reg S», позволяющий продавать ценные бумаги не только резидентам Европы и Азии, но и США.

С учетом профиля государственного долга Министерство финансов ориентировалось на длинные сроки заимствования (не менее 5 лет) и сумму до 2 млрд. USD.

Подготовка размещения новой эмиссии заняла несколько месяцев: с одной стороны, с учетом сдвоенного формата сделки от эмитента потребовался больший объем раскрытия информации в проспекте, а с другой – банки-организаторы выполняли немного нестандартную для себя функцию общения с инфраструктурными организациями по санкционным вопросам.

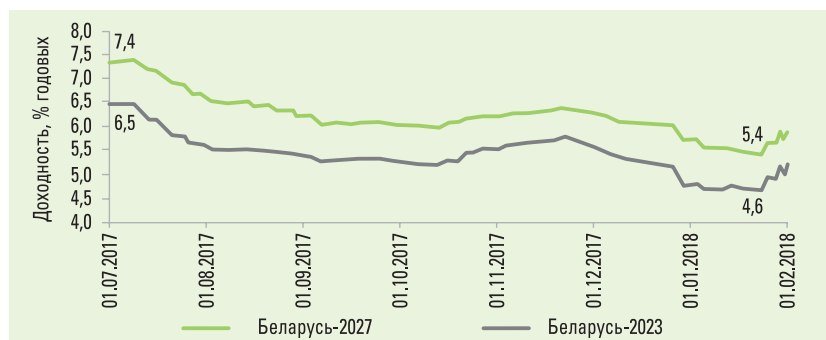
После проработки необходимых внутренних решений и эмиссионной документации, а также получения «зеленого света» от клиринговых систем, 14 июня 2017 года состоялось объявление о размещении двух выпусков с погашением в 2023 и 2027 годах.

Уже в период с 19 по 21 июня 2017 года в важнейших мировых финансовых центрах США и Европы прошли встречи с потенциальными покупателями.

Презентация текущей экономической ситуации в Беларуси привлекла значительный интерес. В ходе «прайсинга» нового выпуска пиковый объем заявок достиг 3,2 млрд. USD.

Финальный объем книги заявок составил 2,5 млрд. USD. С учетом рекомендаций банков-организаторов и проведенных ими переговоров были определены следующие параметры выпуска:

РИС. 2. ДИНАМИКА ДОХОДНОСТИ К ПОГАШЕНИЮ ЕВРООБЛИГАЦИЙ БЕЛАРУСЬ-2023 И БЕЛАРУСЬ-2027 С ИЮЛЯ 2017 г. ПО ФЕВРАЛЬ 2018 г.



- «удлиненный» 5-летний выпуск (со сроком обращения 5,5 лет) с купонной ставкой 6,875% годовых с погашением в феврале 2023 года на 800 млн. USD. Еврооблигации размещены по цене 98,864% от номинальной стоимости с доходностью к погашению 7,125% годовых;

- 10-летний выпуск с купонной ставкой 7,625% годовых с погашением в июне 2027 года на сумму 600 млн. USD. Бонды размещены по цене 100% от номинальной стоимости с доходностью к погашению 7,625% годовых.

Отметим, что порядка 95% еврооблигаций нового выпуска приобретено крупными долгосрочными инвесторами.

Возвращение на рынок стало знаковым для Беларуси – сделку положительно оценили как международные рейтинговые агентства, так и средства массовой информации. Некоторое недопонимание вызвала сумма (достаточно большая) заимствования. Однако Минфин четко понимал, на что идет. В январе 2018 года нашей стране предстояло погасить выпуск 2011 года – Беларусь-2018 на 800 млн. USD. Часть денежных средств от эмиссии Беларусь-2023 и Беларусь-2027 резервировалась в бюджете под эти цели.

«Открытие рынка» сувереном дало позитивный сигнал и корпоративным заемщикам. В октябре 2017 года состоялась дебютная сделка по размещению евробондов ООО «Евроторг».

Белорусская компания получила 350 млн. USD на пять лет (с частичным погашением с 2021 года) под 8,75% годовых. Учитывая кредитные рейтинги («B-» от Standard & Poor’s и Fitch Ratings) и дебют на рынке еврооблигаций, данная операция стала достаточно успешной.

Выпуск размещен в форме «Loan Participation Note» («нот участия в кредите» – одна из возможных структур выпуска еврооблигаций, позволяющая инвесторам приобрести доли в выданном заемщику кредите) с привлечением специально созданной компании Bonitron DAC по двум форматам (Reg S и 144A).

По заявлениям руководства компании, ценные бумаги ретейлера пользовались значительным спросом.

ВРЕМЯ ДЕЙСТВОВАТЬ

Учитывая потребности в привлечении ресурсов для рефинансирования госдолга (эмиссия еврооблигаций на сумму до 600 млн. USD в текущем году предусмотрена в Законе РБ «О республиканском бюджете на 2018 год»), в 2018 году Минфин продолжил активные действия на международном рынке капитала.

Решение имело под собой крепкую основу. Благодаря активной работе Министерства финансов по взаимодействию с деловым сообществом на полях различных инвестиционных форумов и в рамках двусторонних встреч, в начале текущего года доходности по еврооблигациями Беларусь-2023 и Беларусь-2027 продемонстрировали приятное «ралли» вниз. Проще говоря, цена заимствований для нас уменьшилась. Это позволило считать время для новой эмиссии наиболее подходящим.

Промедление привело бы к удорожанию стоимости заимствования: не внушали оптимизма как колебания на рынке,

ТАБЛИЦА 1. ЭМИССИИ ЕВРООБЛИГАЦИЙ СУВЕРЕННЫХ ЗАЕМЩИКОВ С КРЕДИТНЫМИ РЕЙТИНГАМИ ГРУППЫ «В» В USD, ОСУЩЕСТВЛЕННЫЕ В ФЕВРАЛЕ 2018 г.

Дата «прайсинга»	Эмитент	Рейтинги эмитента (S&P/Fitch/Moody's)	Объем эмиссии, млн. USD	Срок обращения, лет	Ставка, % годовых	Сред к UST, б.п.
21.02.2018	Беларусь	B/B/Caa1	600	12	6,2%	330
21.02.2018	Кения	B+/B+/B2	1 000	30	8,25%	507
21.02.2018	Кения	B+/B+/B2	1 000	10	7,25%	434
14.02.2018	Египет	B-/B/B3	1 500	30	7,903%	478
14.02.2018	Египет	B-/B/B3	1 250	10	6,588%	373
14.02.2018	Египет	B-/B/B3	1 250	5	5,577%	303

так и прогнозы по дальнейшему росту учетной ставки ФРС США.

Это понимали и другие суверенные заемщики, что объясняет активное использование ими февральского «окна» для организации выпуска еврооблигаций (Кения, Египет, Доминиканская Республика).

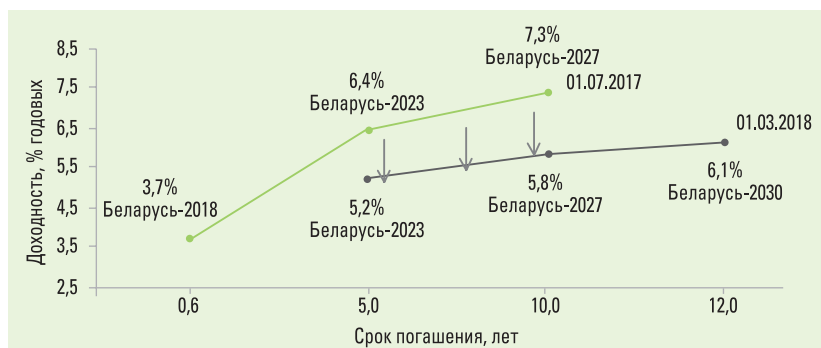
После обновления эмиссионной документации 13 февраля 2018 года прошло объявление очередного выпуска еврооблигаций РБ. «Роуд-шоу» прошло 15–20 февраля 2018 года в США и Великобритании. 21 февраля текущего года проведен «прайсинг», по результатам которого определены следующие параметры заимствования: объем – 600 млн. USD; срок – 12 лет (погашение в феврале 2030 года); ставка процентного дохода – 6,2% годовых.

Бонды размещены по цене 100% от номинальной стоимости. Закрытие сделки состоялось 28 февраля 2018 года.

Пиковый объем заявок на приобретение этих еврооблигаций превысил 3 млрд. USD, финальная книга сложилась в объеме 2,4 млрд. USD.

Инвестиционными фондами и управляющими компаниями приобретено порядка 88% еврооблигаций нового выпуска.

РИС. 3. КРИВЫЕ ДОХОДНОСТИ ПО РБ НА 01.07.2017 г. и 01.03.2018 г.



По результатам торгов удалось разместить гособлигации по рекордно низкой в истории Беларуси ставке на рынке – 6,2% годовых. При этом средства получены на 12 лет. Этот срок является комфортным с точки зрения профиля платежей по госдолгу.

Успешность эмиссии подтверждает и сравнение с иными суверенными заемщиками сопоставимой рейтинговой группы, размещавшими евробонды в феврале 2018 года.

Спред (надбавка) к базовому индикатору на рынке еврооблигаций (казначейским векселям США) по еврооблигациям Беларусь-2030 сложился на уровне 330 базисных пунктов, тогда как по 10-летнему выпуску, размещенному в июне 2017 года, – 548 б.п.

То, что в ходе сделки, проведенной в феврале, удалось суще-

ственно снизить спред по белорусским бумагам, несмотря на высокую волатильность на рынке, свидетельствует об улучшении позиции страны с точки зрения рисков составляющей, а также о росте уверенности инвесторского сообщества в нашей кредитоспособности.

При этом достигнута и еще одна цель. Фактически в течение 2017–2018 годов суверену удалось сформировать классический ценовой ориентир для корпоративных заемщиков – «кривую доходности» с ключевыми сроками в 5, 10 и 12 лет, причем на достаточно привлекательном уровне. Это позволяет ожидать на рынке евробондов появления новых белорусских компаний, для которых теперь доступен долговой инструмент, представляющий хорошую альтернативу банковскому кредитованию. ■

ТАБЛИЦА 2. ИНФОРМАЦИЯ О ПАРАМЕТРАХ ЕВРООБЛИГАЦИЙ РЕСПУБЛИКИ БЕЛАРУСЬ

Выпуск	Срок обращения, лет	Дата размещения	Дата погашения	Объем, млн. USD	Ставка процентного дохода	Цена размещения	Спред к UST, б.п.	Листинг
Беларусь-2015	5	03.08.2010	03.08.2015	1 000	8,75%	100,2%	727	Люксембургская фондовая биржа
Беларусь-2018	7	26.01.2011	26.01.2018	800	8,95%	100,0%	627	Люксембургская фондовая биржа
Беларусь-2023	5,5	29.06.2017	28.02.2023	800	6,875%	98,864%	536	Ирландская фондовая биржа
Беларусь-2027	10	29.06.2017	29.06.2027	600	7,625%	100,0%	548	Ирландская фондовая биржа
Беларусь-2030	12	28.02.2018	28.02.2030	600	6,2%	100,0%	330	Ирландская фондовая биржа