

ОКНО ВОЗМОЖНОСТЕЙ

АНТОН БОЙКО,

«Финансы, учет, аудит»

За последние несколько лет Минфин проделал большую и успешную работу по выходу страны на международный долговой рынок. Помимо получения денежных средств сувереном, данные усилия создали предпосылки для заимствований и отдельным компаниям. Отечественным организациям стоит подробно изучить открывшиеся возможности пополнения ресурсной базы – конъюнктура для выпуска облигаций за границей складывается максимально благоприятной. Об особенностях размещения долговых бумаг за кордоном и подводных камнях процесса могли узнать участники прошедшего 29 октября 2019 года семинара «Эмиссия облигаций на внешних финансовых рынках белорусскими эмитентами», организованного Министерством финансов.

ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ РЕГИОНА

Многие белорусские организации накопили богатый опыт эмиссии долговых бумаг, но знания и ресурсы они получали в основном на внутреннем рынке, где сумма сделок с облигациями за I полугодие 2019 г. достигла более 8 млрд USD в эквиваленте (на четверть больше в сравнении с аналогичным периодом 2018 г.). При этом количество выпусков в обращении возросло на треть. «Однако вследствие недостаточной емкости локального рынка не все предприятия способны найти на нем необходимые ресурсы. Для крупных эмитентов выгоднее привлекать денежные средства иностранных инвесторов», – отметил заместитель министра финансов Андрей Белковец.

Если брать историю суверена, она началась еще в 2007-м, когда Беларусь получила кредитный рейтинг и выпустила еврооблигации. С этого времени можно констатировать как периоды активизации сотрудничества, так и вынужденную паузу во взаимо-

отношениях (связанную с санкционными ограничениями и антибелорусской риторикой).

После шестилетнего отсутствия наша страна успешно вернулась на международный рынок капитала 22 июня 2017 г., осуществив историческое двухтраншевое размещение еврооблигаций на 1,4 млрд USD.

В настоящее время обстановка в мире благоприятствует новым заимствованиям. Спрос среди инвесторов есть на все, что не обеспечивает отрицательную

доходность. Даже выпуски эмитентов из относительно низкой группы рейтинга B (по методологии Fitch Ratings) пользуются высокой востребованностью. Это и неудивительно. На фоне 30-летних бундесов Германии, обещающих доход в размере 0,54%, возможность заработать 6–10% годовых при небольшом риске весьма привлекательна.

Повышает привлекательность эмиссии облигаций улучшение в 2019 году оценок (ставших следствием финансовой стаби-

РИС. 1. МЕЖДУНАРОДНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК



лизации) рейтинговых агентств в отношении региона СНГ, в том числе и РБ. Поэтому потенциальные партнеры и смотрят на нас более позитивно, чем на Турцию, которая давно представлена на рынке, но имеет затруднения в экономике.

При этом цена таких заимствований для суверенов и предприятий также приемлема и существенно ниже, чем раньше. Неудивительно, что в 2019-м зафиксировано более 10 дебютных размещений еврооблигаций из региона. Общий объем сделок на рынке в СНГ достиг внушительных 32 млрд USD (52 выпуска). В Беларуси в 2019 г. два выпуска успешно реализовало ОАО «Банк Развития». Отметим, что в основном эмитенты из СНГ использовали полученные средства на общие корпоративные цели и рефинансирование.

Можно предполагать, что в ближайшем будущем результаты окажутся еще лучше. По крайней мере, многие предприятия видят выгоду от выпуска ценных бумаг. Размещение еврооблигаций позволяет эмитентам привлечь значительные объемы денежных средств на длительный срок (обычно от 3 до 30 лет) у широкого круга международ-

ных инвесторов, зачастую под более низкие процентные ставки, без предоставления обеспечения и на менее обременительных условиях, чем при банковском финансировании, а значит – диверсифицировать свой долговой портфель.

Немаловажно и то, что постепенно снижаются требования к объему выпуска еврооблигаций. Это открывает возможности для широкого пула компаний, в том числе отечественных. Для корпоратов порог входа на рынок снижен с 500 млн USD до 300–350 млн USD. При этом есть и исключения – размещения объемом от 50 млн EUR.

ПОЛУЧЕНИЕ СРЕДСТВ

Когда мы говорим о еврооблигациях, не ограничиваемся географией континента. Под такими ценными бумагами понимаются все международные долговые ценные бумаги, эмитируемые на внешних финансовых рынках для иностранных инвесторов.

Процесс подготовки выпуска еврооблигаций обычно занимает около 9–10 недель до начала встреч с инвесторами. Ведущие организаторы (банки) помогают пройти все необходимые процедуры. Впрочем, подготовитель-

ная работа занимает еще несколько месяцев.

Выделяют следующие основные структуры выпуска еврооблигаций:

- прямая эмиссия (direct issuance structure);
- опосредованная эмиссия (indirect issuance structure).

Опосредованная эмиссия включает LPN-структуру (loan participation notes structure) и гарантированную структуру. В первом случае выпуск осуществляется специально созданным для этого юристом, зарегистрированным в стране со льготным налогообложением, и предусматривает предоставление займа конечному заемщику. Во втором – размещение делает иностранная компания, входящая в одну группу с конечным заемщиком. Здесь средства берутся на дочку материнской компании, но ресурсы распределяются свободно внутри группы.

Наиболее предпочтительным считается прямое размещение, так как оно не требует дополнительных денежных и временных затрат. Основная предпосылка для такого варианта – налоговая нейтральность, а также отсутствие иных ограничений и тре-

РИС. 2. ЭТАПЫ РАЗМЕЩЕНИЯ ЕВРООБЛИГАЦИЙ



бований на законодательном уровне. С выходом новой редакции Налогового кодекса 1 января 2019 г. возможности прямого размещения белорусскими организациями существенно повысились. Из-за их отсутствия ранее «Евроторг» сделал выбор в пользу LPN-структуры.

В последнее время удалось убрать большинство и иных граблей, на которые могли наступить желающие разместить долговые бумаги на международном рынке. Рисков в отношении каких-либо неоднозначных моментов фактически не осталось.

Одно из важных требований при выпуске еврооблигаций, на которое хотелось бы обратить внимание, – необходимость получения двух из трех международных рейтингов – S&P, FR, Moodys. Этот процесс не быстрый (не менее двух месяцев) и не дешевый – услуга Fitch Ratings стоит минимум 100 тыс. USD, не считая комиссии. Специализированные агентства оценивают финансовое положение и кредитоспособность эмитента и присваивают оценку компании или конкретному выпуску облигаций. Наличие кредитного рейтинга предоставляет доступ к гораздо более широкой базе инвесторов и напрямую влияет на стоимость и условия заимствований.

Михаил Соловьев, Директор управления и развития бизнеса, Fitch Rating, отметил, что рейтинг предприятия вряд ли окажется лучше, чем страновой. Хотя здесь могут быть исключения для работающих на экспорт компаний. Также у белорусских субъектов хозяйствования оце-

нят ликвидность и риски финансирования. У организаций из более высоких рейтинговых групп обращают внимание на эффективность деятельности и бизнес-стратегию.

Также важно пройти листинг на бирже. Это не обязательное условие, но значительное количество крупных институциональных инвесторов (например, пенсионные фонды и страховые компании) в силу применимых к ним регуляторных требований вправе вкладывать средства только в ценные бумаги, прошедшие листинг.

МЕЖДУНАРОДНЫЕ ПРАВИЛА

Следует учитывать и особенности международного регулирования. Если мы говорим про еврооблигации, при желании получить доступ к широкой базе инвесторов из США необходима регистрация юрлица в этой стране. Правда, есть и оговорки: «Положение S» дает право закрыть глаза на требования, но в таком случае ценные бумаги недоступны для инвесторов из США. Этот вариант не очень интересен, так как теряется значительное число потенциальных партнеров. Именно американские инвесторы выкупили 50% последнего выпуска страновых облигаций РБ.

Для данного размещения использовалась «Оговорка 144А», разрешающая предлагать еврооблигации ограниченной группе квалифицированных инвесторов – профессиональным участникам рынка, которые обладают или управляют активами на сумму от 100 млн USD. Любому эмитенту рекомендуют сразу фокусироваться именно на таком формате.

Нужно учитывать и то, что рынок США самый сутяжный. Есть компании, специализирующиеся на поиске оснований для иска, в частности, искажений в финансовой отчетности. Соответственно, от этих рисков нужно защищаться и не хитрить. Все равно в 95% случаев тайное станет явным, предупредил участников семинара советник юридической компании Clifford Chance Евгений Соловьев.

До начала эмиссии следует четко понять, и какие риск-факторы оценивают потенциальные инвесторы. В отношении суверенного эмитента внимание обращено на его историю, политическую систему, особенности международных отношений, экономику, баланс платежей, денежную систему, состояние государственных финансов и госдолга. У корпоратов анализируются: стратегия развития, операционная деятельность, выпускаемая продукция, рынки сбыта, особенности управления, правовое регулирование в стране, финансовая информация и т.д.

Однако не все так страшно, как кажется на первый взгляд. Опыт ОАО «Банк Развития» показывает, что процесс выхода на рынок не такой сложный. Его специалисты готовы оказать консультационную поддержку госпредприятиям при проведении необходимых процедур. Отметим, что квазисуверен не просто выпустил в текущем году еврооблигации, а номинировал ценные бумаги в рублях, то есть впервые вывел BYN на международную арену.

ПОТЕНЦИАЛ МОСКВЫ

Достаточно перспективно для белорусских субъектов хозяйствования выглядит и россий-

ский рынок долгового капитала. В последнее время он довольно стремительно развивается. Причина повышения внимания к нему – уже упомянутый голод в Европе на эмитентов с позитивной доходностью (не говоря уже про хорошую). В результате с западного направления, несмотря на санкции, на ПАО «Московская биржа» активно поступает капитал: в неделю перетекает порядка 200 млн USD, в том числе со стороны пенсионных фондов, которым нет никакого смысла вкладывать средства в надежные, но обеспечивающие минусовую прибыльность ценные бумаги.

Активность на рынке растет и вследствие снижения в России ставок по банковским депозитам. Местные инвесторы также все чаще отдают предпочтение облигациям, как суверенным, так и корпоративным.

Соответственно увеличивается объем сделок на Московской бирже. В настоящее время емкость рынка – 4–4,5 трлн RUR, не включая ресурсов иностранных инвесторов, которые,

РИС. 3. СТРУКТУРА ИНВЕСТОРОВ НА ЛОКАЛЬНОМ РУБЛЕВОМ РЫНКЕ РОССИИ



входя в госбумаги, освобождают средства других участников для корпоратов. Отметим, что доля компаний на нем самая большая.

Позитивным сигналом можно считать и достаточно значительное разнообразие инвесторов у соседей. Довольно много вкладывают физлица – если раньше на них не обращали внимания, теперь они выкупают до 13% объема выпуска. Отметим, что наиболее популярной валютой операций является российский рубль, хотя возможны и иные варианты.

Одним из плюсов размещения долговых бумаг именно в России стоит признать то, что в этой стране гораздо меньше внимания обращают на субъективный взгляд международных рейтинговых агентств. По мнению специалистов, и РФ, и РБ сильно недооцениваются. Данное утверждение справедливо в отношении как суверенов, так и отдельных предприятий. В итоге стоимость заимствований на Московской бирже для организаций может оказаться гораздо более привлекательной и справедливой в сравнении с еврооблигациями.

К тому же нужно учитывать более мягкие требования к эмиссии касательно объема выпуска. Здесь желательный минимальный объем заимствования – 50 млн RUR (курс 1 USD равен 63,78 RUR). Достаточно адекватные и операционные расходы – порядка 30–40 тыс. USD.

Таким образом, пул компаний, которые могут выпустить свои ценные бумаги в РФ, в разы больше, чем евробондов.

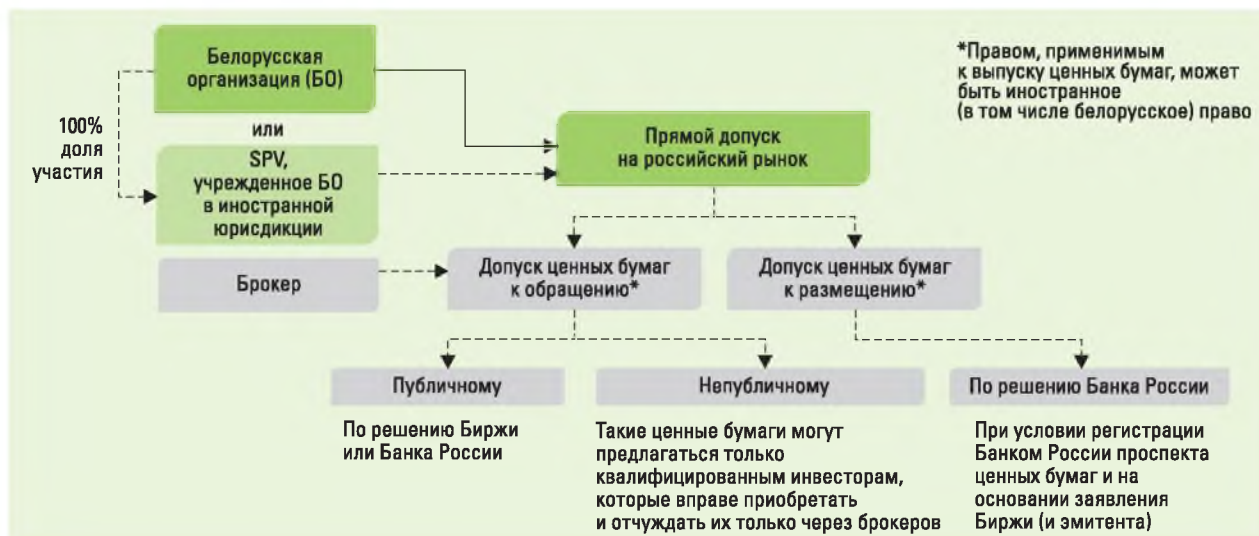
Беларусь впервые выпустила суверенные бумаги в России еще в 2010-м. Возвращение на рынок состоялось в 2019 г. Эмиссия пользовалась большой популярностью: чистый спрос сложился в размере 45 млрд RUR, в 4,5 раза больше объема предложения. В итоге удалось разместить 10 млрд RUR с годовой доходностью 8,65%.

Представители московской биржи благодарят Минфин РБ за то, что мы прошли путь первого иностранного эмитента и помогли вскрыть проблемные моменты. В итоге на этом рынке теперь присутствуют и иные иностранные заемщики.

Одновременно суверен открыл путь «на Москву» белорусским предприятиям. В текущем году эмиссию облигаций провел ООО «Евроторг» (5 млрд RUR на 10 лет с доходностью 10,95% годовых). Процентная ставка ретейлера оказалось довольно высокой, но это проблема пионеров: первый заходящий вынужден переплачивать.

Тем не менее, как рассказал директор по стратегии и инвестициям ООО «Евроторг» Андрей Матявин, выход на рынок позволил компании решить ряд задач: найти долгосрочное необеспеченное финансирование, улучшить график погашения долговых обязательств, получить рыночный ориентир стоимости заемных ресурсов (благодаря чему сократили цену кредитов), уменьшить зависимость от банков-кредиторов и т.д.

РИС. 4. СХЕМА РАЗМЕЩЕНИЯ ОБЛИГАЦИЙ БЕЛОРУССКИХ ОРГАНИЗАЦИЙ В РФ



ГОТОВНОСТЬ К СОТРУДНИЧЕСТВУ

Немаловажно то, что интерес к белорусским бумагам в РФ существует достаточно серьезный. «На рынке имеется большая ликвидная масса, ищущая, куда бы «вписаться». К тому же происходит кардинальное изменение подходов к рейтингу эмиссии: теперь именно российские агентства играют главенствующую роль, то есть в международных отпадает необходимость. В итоге исчезли барьеры для многих хороших белорусских заемщиков, которые не могли рассчитывать на ресурсы крупнейших инвесторов (в частности, пенсионных фондов)», – поделился информацией вице-президент «Газпромбанка» Игорь Ешков. Теперь такая проблема отпала. Большинство крупных компаний с выручкой от 200 млн USD, находящиеся на слуху, могут смело выходить на рынок.

По словам начальника управления по работе с клиентами ПАО «Московская биржа» Анатолия Павленко, цена заимствований для отечественных предприятий составит порядка 8,75–9% в год. При этом минимальные

требования к эмитенту более скромные: выручка 120 млн RUR, срок существования компании – три года, наличие отчетности по МСФО. Более того, если имеется несоответствие тем или иным параметрам, существуют варианты обойти правила, например, с помощью инструмента поручительства.

Факторы, на которые обращают внимание на бирже: стабильность макроэкономики, системная значимость эмитента (возможность господдержки и рыночная доля) и кредитные метрики.

Отметим, что основные этапы размещения на Московской бирже весьма схожи с еврооблигациями:

- выпуск российских депозитарных расписок (РДР). Белорусская организация может организовать размещение в России РДР в отношении выпущенных ею ценных бумаг с привлечением российского депозитария. Эмитентом РДР будет выступать российский депозитарий;
- прямой допуск. Белорусская организация (или ее дочернее предприятие в иностранной

юрисдикции) может напрямую получить доступ к размещению и (или) обращению ее ценных бумаг в России. Отметим, что корпорат, в отличие от суверена, не имеет возможности прямого допуска на рынок;

- выпуск ценных бумаг дочерней организацией (в том числе SPV). Белорусская организация может учредить в России ДО, которая выпустит ценные бумаги в России.

Описанные возможности не появились сами по себе. Минфин провел большую работу по открытию окна на внешний рынок для отечественных предприятий. Помимо того, оказал существенную поддержку первым заемщикам. «Самостоятельное привлечение иностранных инвестиций для развития компании – большой плюс для страны, и такая практика только приветствуется», – отметил директор департамента по ценным бумагам Минфина Алексей Красинский. Теперь у белорусских субъектов хозяйствования появилась альтернатива для получения так необходимых для развития ресурсов. Дело осталось за самими организациями. ■