Рынок рублевых ценных бумаг, выпускаемых зарубежными эмитентами, появился в середине 1990-х годов на волне интереса иностранцев к внутреннему государственному долгу. С тех пор он прошел огромный путь от первых синтетических транзакций к эталонным сделкам по привлечению долгового финансирования. Ожидаемый суверенный выпуск еврооблигаций России может существенно ускорить развитие этого сегмента и привести к появлению полноценного международного рублевого рынка долгового капитала.

В ожидании СУВЕРЕНА

Степан АМОСОВ,
директор группы структурированных продуктов, ING Commercial Banking, Россия

СИНТЕТИЧЕСКИЙ РУБЛЬ: ЖАЖДА ЭКЗОТИКИ ПОЛОЖИЛА НАЧАЛО НОВОМУ РЫНКУ

Судя по историческим данным, появление первых рублевых ценных бумаг за пределами Российской Федерации было связано с интересом международных инвесторов к рынку государственных краткосрочных облигаций РФ. Рынок ГКО-ОФЗ, возникший в середине 90-х годов прошлого века, развивался стремительно: с первых выпусков, размещенных в 1993 году, объем в обращении рос сверхэкспоненциально и к кризису 1998 года достиг величины порядка 360 млрд руб., эквивалентной примерно $60 млрд. В памяти очевидцев тех событий еще остался механизм доступа нерезидентов на этот рынок — через уполномоченные банки и счета со специальным режимом. Тогда-то и появились первые кредитные ноты в рублях, ссылающиеся на выпуски российского государственного долга. Покупавшие их международные инвесторы не могли или не желали заходить на местные рынки напрямую, отпугиваемые сложным администрированием, строгими нормами валютного регулирования и высокими инфраструктурными рисками.

Кредитные ноты (Credit-Linked Notes) — ценные бумаги, одновременно являющиеся кредитным деривативом, сконструированным на основе терминологии ISDA Credit Definitions. По сравнению с другими кредитными деривативами, использующимися для переупаковки (такими как Total Return Swap и Credit Default Swap), ноты имеют более высокую ликвидность: теоретически, их можно продать не только банку-провайдеру, но и другим участникам рынка.

Поскольку рубль в то время не являлся свободно конвертируемым, рублевые ноты и еврооблигации рассчитывались в долларах по рыночному курсу или курсу, устанавливаемому ЦБ РФ. В этом смысле зарубежный рынок рублевых ценных бумаг оставался синтетическим вплоть до валютной либерализации 2006 года. В середине же 1990-х либерализация казалась событием, находящимся далеко за горизонтом планирования.

По статистике, публиковавшейся Центральным банком и Министерством финансов РФ, доля нерезидентов на рынке ГКО-ОФЗ увеличивалась и долгое время находилась в диапазоне 30–40% — вплоть до августа 1998 года, когда окончание глобального кредитного цикла ознаменовалось в России суверенным дефолтом по внутреннему долгу.

По нашим оценкам, примерно треть позиций нерезидентов в ГКО-ОФЗ была переупакована в иностранные ценные бумаги посредством кредитных деривативов, причем у большинства этих позиций был захеджирован валютный риск. Исходя из этого, объем выпущенных за рубежом рублевых нот на ГКО можно оценить в сумму порядка $1 млрд в эквиваленте. Для полноты картины здесь стоит отметить также эпизодические случаи выпуска относительно небольших объемов нот, привязанных к долгу субъектов федерации (т. н. агрооблигациям).

Но до августовского кризиса 1998 года произошло еще одно важное событие, достойное упоминания: весной 1998 года первые рублевые еврооблигации разместил Европейский банк реконструкции и развития. У международных инвесторов появился еще один яркий цвет в палитре.

За первым выпуском в течение последующих недель последовали еще три с несколькими доразмещениями, и в совокупности размещенный объем составил примерно $600 млн в эквиваленте — по тем временам отличный результат для дебюта в локальной валюте. Эти четыре выпуска на один, два, три и четыре года сформировали оффшорную кривую ставок — впервые на рублевом рынке появился эталонный заемщик с рейтингом ААА. До суверенного дефолта по ГКО-ОФЗ оставалось тогда несколько недель.

МЕЖДУ 1998 И 2008: ПОСЛЕДСТВИЯ ВАЛЮТНОЙ ЛИБЕРАЛИЗАЦИИ СОВПАЛИ С ПИКОМ ОЧЕРЕДНОГО ГЛОБАЛЬНОГО КРЕДИТНОГО ЦИКЛА

Дефолт по российскому государственному долгу в сознании инвесторов был катастрофой — несколько лет после него мало кто верил, что внутренний рынок ценных бумаг когда-нибудь еще будет интересен иностранцам.

На рынке реструктурированных госбумаг царило уныние, а интересующий нас международный сегмент пополнялся лишь за счет инструментов реструктуризации, таких как, например, рублевые ноты на задолженность банка «Российский кредит» — одного из «колоссов» банковской системы страны. В ходе оздоровления «Российского кредита» под эгидой Агентства по реструктуризации кредитных организаций в конце 2000 года были выпущены четыре серии нот на общую сумму около 16 млрд руб. (более $500 млн в эквиваленте по послекризисному курсу или более $2.5 млрд по курсу до кризиса!). Кстати, последняя серия этих нот была погашена в ноябре 2010 года.

Восстановление рынка после дефолта было затяжным и мучительным, но растущие цены на сырьевые товары делали свое дело. Экономика страны оживала, а государственный бюджет быстро наполнялся доходами от экспорта. На этом фоне внутренний рынок ценных бумаг начал активно развиваться, пополнившись еще одним сегментом — корпоративными облигациями. Рубль вновь становился привлекательным, и постепенно международные инвесторы вновь начали проявлять интерес к рублевым активам — только на этот раз не к госдолгу (этот сегмент был сильно задавлен и не отражал реальности вплоть до того, что эталонами для внутреннего рынка на некоторое время стали облигации Москвы и «Газпрома»), а к квазисуверенным заемщикам — банкам с государственным участием, госкорпорациям и субъектам Российской Федерации. Значимыми референсными заемщиками того времени были Россельхозбанк, РЖД, АИЖК, и Российский банк развития (см. Таблицы 1 и 2). Нота РосБР на 2.5 млрд руб. фактически представляла собой суверенный риск. Кредит, лежащий в ее основе, был обеспечен гарантией Министерства финансов. Следующая нота была уже чистым риском РосБРа — в тот момент он вливался в ВЭБ.

По сути, переупакованный долг был единственным способом, при помощи которого иностранные инвесторы могли принять риск российского заемщика, не представленного на рынке еврооблигаций.

Еще одной интересной сделкой стала секьюритизация лизинговых платежей РЖД, известная под названием Red Arrow. Объем ее старшего транша, рейтингованного на инвестиционном уровне, составил 12.57 млрд руб[1].

Рынок постепенно расширялся, стремясь удовлетворить растущие потребности инвесторов. Ситуация качественно изменилась после того, как Россия провела в 2006 году либерализацию норм валютного регулирования. Это способствовало скорейшему (уже в течение 2007 года) принятию рубля в качестве расчетной валюты международными инфраструктурными организациями, в частности — крупнейшими европейскими депозитарно-клиринговыми системами EuroClear и ClearStream. Таким образом, была создана полноценная международная инфраструктура для обслуживания зарубежных рублевых ценных бумаг и рублевых же расчетов по ним. Рынок не замедлил оценить открывшиеся возможности: в последующие два года российскими и международными заемщиками были выпущены рублевые еврооблигации (публично предлагаемые ценные бумаги с надлежащим раскрытием информации) на общую сумму более 100 млрд руб. (см. Таблицу 3). При этом среди заемщиков преобладали коммерческие банки и международные финансовые организации.

Впервые возникла объективная оценка долгосрочных (до 10 лет) рублевых ставок для заемщиков уровня ААА. У международных инвесторов появился полный спектр публично торгуемых рублевых инструментов — от ААА до B-.

Зарождение нового сегмента на рынке еврооблигаций привело к увеличению интереса международных инвесторов к рублю и, как следствие, к локальным активам. Причем от субсуверенных заемщиков с высокими кредитными рейтингами их внимание сместилось в сегмент высокорисковых (например, розничные торговые сети) или заемщиков, не представленных на рынке еврооблигаций (региональные телекомы, специализированные финансовые учреждения).

Отметим также, что помимо публичных сделок иностранными эмитентами были проведены несколько частных размещений рублевого долга в формате euroclearable транзакций. Кроме того, получили развитие рублевые структурированные продукты, привязанные к рынкам акций, валют, процентных ставок и биржевых товаров — анализ этих сегментов рынка заслуживает отдельной статьи[2].

Либерализация валютного регулирования в России по времени совпала с пиковой фазой глобального кредитного цикла. Апофеозом развития зарубежного рынка рублевых бумаг стало появление в 2006–2007 годах первых рублевых CDO (Collateralized Debt Obligations) — транзакций, известных под названиями Red Square и Vityaz (I и II). Транзакции имели объемы порядка $200–250 млн в эквиваленте;

---

[1] Впоследствии аналогичная сделка была проведена в отношении лизинговых платежей МОЭСК.

[2] Было также несколько незначительных выпусков рублевых нот First-to-Default, привязанных к референсным российским заемщикам.

Таблица 1. **Выпуски рублевых кредитных нот в 1998–2010 гг. Базовый актив — облигации**

Заемщик	Выпуск	Сектор	Дата заключения сделки	Объем, млрд руб.	Рег. номер	Банк
Министерство финансов РФ	-	Суверен	02.06.1998	0,935000	-	Lehman Brothers
РЖД	1	Траспорт	15.03.2005	1,000000	RU000A0DHMC4	ING
Газпром	A3	Нефть и газ	09.08.2005	0,500000	RU000A0AU5Z9	ING
Газпром	A5	Нефть и газ	09.08.2005	0,500000	RU000A0DD7X8	ING
Газпром	A5	Нефть и газ	07.09.2005	0,395000	RU000A0DD7X8	ING
Газпром	A3	Нефть и газ	14.09.2005	0,070000	RU000A0AU5Z9	ING
ХКФ Банк	3	Банки и финансы	22.09.2005	0,500000	RU000A0GF1A4	ING
Газпром	A4	Нефть и газ	19.01.2006	0,500000	RU000A0DY3S2	ING
Русский Стандарт Банк	6	Банки и финансы	15.02.2006	0,100000	RU000A0GNHA9	ING
Россельхозбанк	2	Банки и финансы	23.02.2006	0,350000	RU000A0GNYT4	ING
Макси-Групп	01	Металлургия	16.03.2006	0,150000	RU000A0GPV08	ING
Национальная факторинговая компания	1	Банки и финансы	04.05.2006	0,025000	RU000A0GRQ52	ING
ДЗ-Финанс	1	Деревообработка	26.05.2006	0,150000	RU000A0GS138	ING
Азбука вкуса	1	Торговля	25.07.2006	0,234850	RU000A0JNH70	ING
ХКФ Банк	4	Банки и финансы	18.10.2006	0,500000	RU000A0JNRW6	ING
Руснефть	01	Нефть и газ	06.02.2007	0,250000	RU000A0GKXJ3	ING
АИЖК	9	Банки и финансы	07.02.2007	2,000000	RU000A0JP1V5	ING
Синергия	02	Производство продуктов питания	26.07.2007	1,000000	RU000A0JPCD3	ING
Русский Стандарт Банк	7	Банки и финансы	02.11.2007	0,500000	RU000A0JNNU9	ING
Русский Стандарт Банк	7	Банки и финансы	03.04.2008	0,250000	RU000A0JNNU9	ING
МТС	03	Телекоммуни-кации	24.06.2008	1,500000	RU000A0JPTJ4	ING
ЛК Уралсиб	2	Банки и финансы	24.07.2008	2,000000	RU000A0JPWX9	ING
Газпром	A11	Нефть и газ	02.02.2010	0,150000	RU000A0JQ6T7	ING
Министерство финансов РФ	25072	Суверен	08.02.2010	0,750000	RU000A0JQQE9	ING
Министерство финансов РФ	25066	Суверен	19.01.2010	0,955500	RU000A0JQ7J6	Barclays
Министерство финансов РФ	25066	Суверен	26.01.2010	0,097920	RU000A0JQ7J6	Barclays
Министерство финансов РФ	25063	Суверен	08.02.2010	0,284400	RU000A0JPVH4	Barclays
Министерство финансов РФ	26202	Суверен	21.05.2010	2,502909	RU000A0JQCL4	Barclays
Внешторгбанк	6	Суверен	19.07.2006	0,148168	RU000A0JNGU3	Credit Suisse
Министерство финансов РФ	25058	Суверен	25.07.2006	0,262746	RU000A0DYPRO	Credit Suisse
Мосэнерго	01	Энергетика	12.01.2007	0,281494	RU000A0JNMN6	Credit Suisse
Газпром	A7	Нефть и газ	19.04.2007	0,331980	RU000A0JNTT8	Credit Suisse
Газпром	A8	Нефть и газ	19.04.2007	0,110650	RU000A0JNTU6	Credit Suisse
Газпром	A7	Нефть и газ	24.09.2008	0,160270	RU000A0JNTT8	Credit Suisse
Газпром	A7	Нефть и газ	24.09.2008	1,423525	RU000A0JNTT8	Credit Suisse
Газпром	A8	Нефть и газ	24.09.2008	0,053440	RU000A0JNTU6	Credit Suisse
Газпром	A8	Нефть и газ	24.09.2008	0,478075	RU000A0JNTU6	Credit Suisse
РЖД	12	Траспорт	27.05.2009	0,450000	RU000A0JQ5Q5	Credit Suisse
РЖД	5	Траспорт	12.01.2007	0,383960	RU000A0GMPQ0	Credit Suisse
ФСК ЕЭС	3	Энергетика	12.01.2007	0,276124	RU000A0GKZK6	Credit Suisse
Министерство финансов РФ	25030	Суверен	29.02.2000	0,074611	(SU25030RMFS)	Deutsche Bank
Министерство финансов РФ	25072	Суверен	02.09.2010	0,660000	RU000A0JQQE9	Deutsche Bank
Министерство финансов РФ	25072	Суверен	24.09.2010	0,330000	RU000A0JQQE9	Deutsche Bank
Министерство финансов РФ	25062	Суверен	19.01.2010	0,471726	RU000A0JPLY0	Deutsche Bank
Газпром	A6	Нефть и газ	24.10.2008	1,113996	RU000A0GDJM1	Deutsche Bank
Газпром	A6	Нефть и газ	24.10.2008	0,139440	RU000A0GDJM1	Deutsche Bank
Министерство финансов РФ	25061	Суверен	10.06.2008	0,260000	RU000A0JP1U7	UBS
РОСБАНК	10 (A5)	Банки и финансы	03.11.2009	0,105000	RU000A0JQH69	UBS
Северсталь	BO-1	Металлургия	01.10.2009	0,150000	RU000A0JQCC3	UBS
АИЖК	A2	Банки и финансы	29.06.2005	0,143138	RU000A0BCXK9	HSBC
Московская область	5	Субфедерал	29.06.2005	0,143300	RU000A0D0957	HSBC
Газпром	A5	Нефть и газ	07.09.2005	0,140000	RU000A0DD7X8	HSBC
Россельхозбанк	2	Банки и финансы	11.02.2008	0,840280	RU000A0GNYT4	HSBC
Россельхозбанк	4	Банки и финансы	11.02.2008	0,928600	RU000A0JPF47	HSBC
Министерство финансов РФ	25065	Суверен	15.10.2010	0,315000	RU000A0JQ714	HSBC
Министерство финансов РФ	25066	Суверен	18.11.2009	0,777520	RU000A0JQ7J6	JPMorgan
Министерство финансов РФ	25066	Суверен	24.11.2009	0,299600	RU000A0JQ7J6	JPMorgan
Министерство финансов РФ	25067	Суверен	23.12.2009	0,365000	RU000A0JQ987	JPMorgan
Министерство финансов РФ	25070	Суверен	27.01.2010	0,831000	RU000A0JQD55	JPMorgan
Министерство финансов РФ	25072	Суверен	22.01.2010	0,085540	RU000A0JQQE9	JPMorgan
Министерство финансов РФ	25067	Суверен	02.02.2010	0,132320	RU000A0JQ987	JPMorgan
Министерство финансов РФ	25066	Суверен	09.12.2009	0,171600	RU000A0JQ7J6	Citigroup

Эмиссия	Сектор	Рейтинг, SP/M/F	Объем, млрд руб.	Tenor / options, years	Дата размещения	Доходность	Организатор
Салаватнефтеоргсинтез, 2011	Нефть и газ	- / - / -	2,00	2 / 0.5, 1 (put/call)	13.10.2009	14,900	ING
ЮТК, 2013	Телекоммуникации	B / B1 / -	3,50	5 (amort) / 3 (put)	28.05.2008	- / 11,00	RenCap
Сибирьтелеком, 2009	Телекоммуникации	- / - / B+	0,80	1.5 / -	11.04.2008	12,000	MDM / ING
Россельхозбанк, 2011	Банки и финансы	- / Baa2 / BBB	1,61	3 / -	27.12.2007	9,500	JPMorgan
Московская область, 2012	Субъект федерации	BB / Ba2 / -	7,00	5 / -	24.12.2007	9,000	VTB
Россельхозбанк, 2010	Банки и финансы	- / Baa2 / BBB	0,86	3 / -	07.12.2007	8,900	HSBC
Российсий банк развития, 2009	Банки и финансы	BBB+ / Baa2 / -	2,50	2 / -	20.11.2007	8,250	ING
АИЖК, 2009	Банки и финансы	BBB / - / -	2,60	2.1 / -	27.07.2007	8,500	MDM
ВТБ Лизинг, 2013	Банки и финансы	- / - / BBB+	0,47	6 (amort) / -	10.07.2007	ND	Deutsche Bank
ЛК Уралсиб, 2009	Банки и финансы	- / - / -	2,50	1.5 / -	01.08.2007	9,750	ING, Uralsib
Почта России, 2012	Банки и финансы	- / - / -	3,50	5 / -	08.06.2007	8,500	MDM
Внешэконобанк, 2009	Банки и финансы	BBB+ / Baa2 / -	1,04	2 / -	29.03.2007	digital	Barclays
Национальная факторинговая компания, 2008	Банки и финансы	B- / - / -	1,20	1.5 / -	08.02.2007	9,750	ING, MDM
Внешэкономбанк, 2011	Банки и финансы	BBB+ / Baa2 / -	0,30	5 / -	27.11.2006	7,150	Barclays
Россельхозбанк, 2009	Банки и финансы	- / Baa2 / BBB	0,80	3 / -	05.06.2006	7,250	Barclays
Русский Стандарт Банк, 2007	Банки и финансы	B+ / Ba2 / -	2,78	0.75 / -	04.05.2006	7,500	ING
Россельхозбанк, 2009	Банки и финансы	- / Baa2 / BBB	0,10	3 / -	26.04.2006	7,600	Barclays
Россельхозбанк, 2009	Банки и финансы	- / Baa2 / BBB	0,27	3 / -	26.04.2006	7,650	Barclays
Россельхозбанк, 2009	Банки и финансы	- / Baa2 / BBB	0,27	3 / -	26.04.2006	7,700	Barclays
Абсолютбанк, 2007	Банки и финансы	- / B1 / B	0,14	1 / -	23.03.2006	9,200	ING
Союз Виктан, 2007	Потребительские товары	- / - / -	0,75	1 / -	28.02.2006	11,500	ING
Российский банк развития, 2006	Банки и финансы	sovereign guaranteed	2,50	1.7 / -	30.03.2005	7,600	ING

Источники: Bloomberg, Cbonds

Таблица 2
Выпуски рублевых кредитных нот в 2000–2010 гг.
Базовый актив — кредиты, векселя, ноты участия в кредите

в качестве базовых активов использовались динамические портфели рублевых облигаций, преимущественно второго и третьего эшелона. Однако воздух уже был насыщен предчувствием надвигающегося глобального кризиса, и инвесторы постепенно снижали интерес к рублевым активам. Vityaz II запрыгивал буквально в последний вагон. Следующая многообещающая сделка весьма знакового заемщика — эталонный рублевый евробонд ФСК ЕЭС — так и не была закрыта[1]. До падения Bear Sterns и грандиозного коллапса Lehman Brothers оставались считанные месяцы.

ПОСЛЕ ГЛОБАЛЬНОГО КРЕДИТНОГО КРИЗИСА

Глобальный кредитный кризис достиг российского рынка в августе 2008 года. Последовавшие вслед за этим внешние (начало процедуры банкротства Lehman Brothers и государственные вливания в капитал AIG и Citigroup) и внутренние (обрушение пирамиды РЕПО с утратой платежеспособности несколькими крупнейшими финансовыми институтами) события ознаменовали собой начало «делевереджинга» и «бегства в качество» — длительного периода сокращения позиций и избегания новых рисков. Инвесторы стремились избавиться от любых активов на развивающихся рынках, и в первую очередь деноминированных в локальных валютах. Рублю повезло чуть больше, чем, например, гривне — главным образом благодаря гигантским золотовалютным резервам, накопленным российским Центробанком. Их вполне хватило, чтобы сгладить влияние глобального кризиса в его острейшей фазе, однако ни о каком интересе к рублевым активам со стороны международных инвесторов не могло быть и речи. Как ни странно, эстафету попытались перехватить внутренние инвесторы, получившие доступ к дешевой рублевой ликвидности и принявшиеся скупать рублевые структурированные ноты с двузначными ставками купонов[2].

А спустя всего несколько месяцев наблюдатели были удивлены тем, сколь стремительно капитуляция сменилась наступлением! В конце 2009 года глобальные рынки начали быстрое восстановление, и все еще остававшиеся относительно высокими рублевые ставки вновь стали привлекать внимание инвесторов. Постепенно восстановился

> 2010 ГОД ОЗНАМЕНОВАЛСЯ МОДОЙ НА ИНВЕСТИЦИИ В ЛОКАЛЬНЫЕ АКТИВЫ РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКОВ. ЗАМЕТНЫЙ ПРИТОК НОВЫХ СРЕДСТВ ПОЛУЧИЛИ ФОНДЫ, РАБОТАЮЩИЕ В ЭТОМ КЛАССЕ АКТИВОВ, ДА И САМИХ ФОНДОВ СТАЛО БОЛЬШЕ

[1] Для полноты картины здесь стоит упомянуть и закрывшиеся сделки по секьюритизации факторинговых платежей ФК «Еврокоммерц», коммунальных кредитов Московского залогового банка и ипотечных кредитов банка «КИТ Финанс». Судьба этих учреждений оказалась печальна, и кризиса 2008 года они не пережили.

[2] Так, например, по некоторым выпускаемым нотам доходности находились в диапазоне 25–35% годовых на срок 3–6 месяцев.

Таблица 3. **Выпуски рублевых еврооблигаций в 1998–2010 гг.**

Заемщик	Сектор	Рейтинг, SP/M/F	Объем, млрд руб.	Срок обращения/ опционы, лет	Дата	Купон	Лид-менеджер
РусГидро	Энергетика	BB+ / Ba1 / BB+	20,00	5 / -	28.10.2010	7,875	JP Morgan, Troika Dialog, Gazprombank
Россельхозбанк, 2013	Банки и финансы	- / BBB / Baa1	30,00	3 / -	18.03.2010	7,500	Citi, BNP Paribas
Rabobank, 2012	Банки и финансы	AAA / Aaa / AAA	1,77	3 / -	17.11.2009	6,000	Goldman Sachs
ЕБРР, 2013	Банки и финансы	AAA / Aaa / AAA	15,00	3.5 / -	04.08.2009	3mMOSPR-33.5 б.п.	Citi
AB Svensk Exportkredit, 2012	Банки и финансы	AA+ / Aa1 / -	1,50	5 / -	17.08.2009	12,000	Citi
World Bank, 2012	Наднациональный	AAA / Aaa / AAA	8,00	2.5 / -	05.10.2009	15,000	JP Morgan
ЕБРР, 2012 (доразмещение)	Наднациональный	AAA / Aaa / AAA	0,50	5 / -	25.07.2008	6,000	RBC CM
ЕБРР, 2012 (доразмещение)	Наднациональный	AAA / Aaa / AAA	1,00	5 / -	11.06.2008	6,000	RBC CM
Inter-American Development Bank, 2013*	Наднациональный	AAA / Aaa / AAA	1,00	5 / -	17.06.2008	7,750	RBC CM
Rentenbank (Германия), 2013	Банки и финансы	AAA / Aaa / AAA	1,00	5 / -	30.04.2008	7,750	RBC CM
ЕБРР, 2010 (доразмещение)	Наднациональный	AAA / Aaa / AAA	0,50	3 / -	14.04.2008	6,500	JPMorgan
ЕБРР, 2010 (доразмещение)	Наднациональный	AAA / Aaa / AAA	1,00	3 / -	14.04.2008	6,500	JPMorgan
ЕБРР, 2012 (доразмещение)	Наднациональный	AAA / Aaa / AAA	1,00	5 / -	28.02.2008	6,000	RBC CM
UniCredito Italiano, 2013	Банки и финансы	A / Aa3 / A	6,00	5 / -	26.02.2008	3mMOSPR+25 б.п.	SocGen
ЕБРР, 2010	Наднациональный	AAA / Aaa / AAA	2,00	3 / -	20.12.2007	6,500	JPMorgan
ЕБРР, 2012 (доразмещение)	Наднациональный	AAA / Aaa / AAA	0,50	5 / -	25.10.2007	6,000	RBC CM
ЕБРР, 2012 (доразмещение)	Наднациональный	AAA / Aaa / AAA	1,50	5 / -	25.07.2007	6,000	RBC CM
Business Alliance (MOESK), 2012	Банки и финансы	- / - / -	8,30	5 (аморт) / -	24.07.2007	8,875	Bank of Moscow
Пробизнесбанк, 2010	Банки и финансы	- / - / B-	3,00	3 / -	09.07.2007	10,250	BCP Securities
Orient Express, 2010	Банки и финансы	- / B3 / -	5,40	2 / -	22.06.2007	9,875	ABN Amro, Standard Bank
EIB, 2012	Наднациональный	AAA / Aaa / AAA	2,00	5 / -	30.05.2007	6,250	HSBC
EIB, 2017	Наднациональный	AAA / Aaa / AAA	2,00	10 / -	23.05.2007	6,750	RBC CM
Rabobank, 2017	Банки и финансы	AAA / Aaa / AAA	2,00	10 / -	23.05.2007	6,900	Barclays
KfW (Германия), 2012	Банки и финансы	AAA / Aaa / AAA	4,00	5 / -	10.05.2007	6,350	Barclays
Ренессанс Капитал ФК, 2008	Банки и финансы	B+ / - / BB-	3,29	1.5 / -	03.04.2007	10,500	Merrill Lynch
ABN AMRO Bank, 2010	Банки и финансы	AA- / Aa1 / AA-	2,50	3 / -	21.03.2007	6,000	ABN Amro
УРСА Банк, 2010	Банки и финансы	- / B1 / B	4,00	3 / -	12.02.2007	9,125	Citigroup, Standard Bank
Газпромбанк, 2010	Банки и финансы	BB+ / Baa2 / -	10,00	3 / -	06.02.2007	7,250	ABN Amro, Barclays
NIB, 2011	Наднациональный	AAA / Aaa / AAA	2,00	4 / -	16.01.2007	5,750	RBC CM
ЕБРР, 2012	Наднациональный	AAA / Aaa / AAA	2,00	5 / -	12.01.2007	6,000	RBC CM
KfW, 2012	Банки и финансы	AAA / Aaa / AAA	2,00	5 / -	12.01.2007	6,000	Toronto Dominion Securities
Банк Москвы, 2009	Банки и финансы	- / A3 / BBB	5,00	3 / -	17.11.2006	7,375	Barclays, JPMorgan
Ренессанс Капитал ФК, 2008	Банки и финансы	B+ / - / BB-	2,67	1.5 / -	09.11.2006	10,750	Merrill Lynch
РОСБАНК, 2009	Банки и финансы	B / Ba3 / B+	5,00	3 / 1, 2 (колл)	22.09.2006	8,000	Barclays, Credit Suisse
Ренессанс Капитал ФК, 2007	Банки и финансы	B+ / - / BB-	3,50	1 / -	09.08.2006	10,750	Merrill Lynch, RenCap
AB Svensk Exportkredit, 2011	Банки и финансы	AA+ / Aa1 / -	1,50	5 / -	01.08.2006	7,000	Barclays
Eksportfinans, 2011	Банки и финансы	AA+ / Aaa /AAA	1,50	5 / -	06.07.2006	6,000	Credit Suisse
ВТБ, 2009	Банки и финансы	A1 / BBB / BBB	10,00	3 / -	07.04.2006	7,000	Barclays, Citigroup
РЖД, 2012	Транспорт	BBB- / Baa2 / -	12,57	6 (аморт) / -	31.03.2006	7,875	Morgan Stanley, CIT Finance, TransCreditBank
Экспобанк, 2007	Банки и финансы	- / B3 / -	1,40	1.5 / -	09.03.2006	11,000	RenCap
ЕБРР, 2002 (доразмещение)	Наднациональный	AAA / Aaa / AAA	0,10	4 / -	26.06.1998	0,000	Morgan Stanley Dean Witter
ЕБРР, 1999 (доразмещение)	Наднациональный	AAA / Aaa / AAA	0,40	1 / -	13.05.1998	31,000	ING
ЕБРР, 2002	Наднациональный	AAA / Aaa / AAA	0,70	4 / -	06.05.1998	0,000	ING Barings
ЕБРР, 2000	Наднациональный	AAA / Aaa / AAA	0,30	2 / -	16.04.1998	31,000	ING Barings
ЕБРР, 2001	Наднациональный	AAA / Aaa / AAA	0,40	3 / -	31.03.1998	30,000	ING Barings
ЕБРР, 1999 (доразмещение)	Наднациональный	AAA / Aaa / AAA	0,10	1 / -	16.03.1998	25,000	ING Barings
ЕБРР, 1999	Наднациональный	AAA / Aaa / AAA	0,40	1 / -	13.03.1998	25,000	ING Barings

Источник: Bloomberg

интерес к перепакованным внутренним облигациям, однако на сей раз все ограничилось госдолгом и субсуверенными именами (ОФЗ, Москва, «Газпром»). Изменилось и отношение к самому инструменту: кредитные ноты зачастую стали восприниматься как низколиквидный суррогат, а случай с Lehman Brothers заставил инвесторов принимать во внимание не только риски базового актива, но и кредитный риск банка-провайдера, эмитирующего ноты.

Еще одним немаловажным фактором стал дисбаланс между внутренним и внешним долговыми рынками: политика Центрального банка РФ по снижению ставок и накачиванию рублевой ликвидности через многочисленные инструменты рефинансирования привела к тому, что рублевые кредитные спреды на внутреннем рынке оказались гораздо уже долларовых на рынке еврооблигаций. В итоге иностранные инвесторы, не имевшие доступа к каналам рефинансирования ЦБ, оказались лишены экономических стимулов для покупок рублевого долга.

Кроме того, из-за дисбаланса ставок, расширения кредитных спредов самих банков-провайдеров и снижения их аппетита к риску весьма редким явлением стали кредитные ноты с плечом. Иными словами, стоимость фондирования провайдеров в локальных валютах стала сопоставима с кредитным спредом активов, под которые они готовы давать плечо.

НОВАЯ ВЕХА

2010 год ознаменовался модой на инвестиции в локальные активы развивающихся рынков. Заметный приток новых средств получили фонды, работающие в этом классе активов, да и самих фондов стало больше.

Отчетливой демонстрацией интереса иностранных инвесторов к рублю стала сделка по размещению рублевых еврооблигаций Россельхозбанка: при первоначальном объеме в 10–15 млрд руб. и предполагаемой премии к внутреннему рынку сделка была закрыта без премии в сумме 30 млрд руб. ($1 млрд в эквиваленте!). В середине ноября еще один субсуверенный заемщик — «РусГидро» — выпустил пятилетние еврооблигации на 20 млрд руб.

Сегодня рынок получил более чем достаточные основания ожидать суверенной рублевой транзакции. Тема нашла подтверждение в заявлениях официальных представителей Министерства финансов РФ. С тех пор рынок живет ожиданием дебюта суверена.

Обеспеченные долговые обязательства (Collateralized Debt Obligations, CDO) — ценные бумаги, выпущенные на лежащий в их основе портфель долговых обязательств и/или кредитных деривативов. Как правило, CDO разбивается на несколько траншей с различной восприимчивостью к убыткам: младший (junior или equity) транш принимает на себя определенную долю первых убытков базового портфеля, следующие убытки принимают на себя мезонинные транши, и, наконец, оставшиеся убытки приходятся на старший транш. Как правило, рынку предлагается старший транш, в то время как младший остается у оригинатора сделки. Базовый портфель может изменяться по определенным правилам — тогда CDO называется динамическим.

Стоит ли говорить, что это событие стало бы новой вехой в развитии рынка? Присутствие эталонного заемщика даст возможность выйти на рынок целому созвездию эмитентов из России. Нисколько не преувеличивая потенциальный интерес к рублю на международной арене, можно все же утверждать, что качественные российские заемщики могли бы в итоге получить мощный альтернативный рынок заимствований, вполне сопоставимый с уже имеющимся внутренним по объемам и ликвидности. Ожидаемый суверенный выпуск еврооблигаций России может существенно ускорить развитие этого сегмента и привести к появлению полноценного международного рублевого рынка долгового капитала.

Основное ментальное препятствие для российских монетарных властей — боязнь создания «неконтролируемого» сегмента, который будет жить по своим правилам. Ведь у Минфина есть очень технологичный, хорошо отлаженный, ликвидный и прекрасно функционирующий внутренний рынок гособлигаций. Надо ли создавать ему конкурента, тем более не поддающегося контролю? Если мы хотим видеть рубль международной резервной валютой, то ответ однозначный: это необходимо!

ЧТО ДАЛЬШЕ?

Задействовав международную инфраструктуру для размещения суверенного рублевого долга, Россия могла бы получить уникальный шанс для развития рублевого рынка сразу в нескольких сегментах: рынка ценных бумаг, денежного рынка и рынка производных инструментов. Более того, многообещающей была бы интеграция в международную инфраструктуру инфраструктуры внутренней. Это позволило бы привлечь на рублевые рынки совершенно новые категории инвесторов и эмитентов, существенно расширив их инструментарий.

«ОЖИДАЕМЫЙ СУВЕРЕННЫЙ ВЫПУСК ЕВРООБЛИГАЦИЙ РОССИИ МОЖЕТ СУЩЕСТВЕННО УСКОРИТЬ РАЗВИТИЕ РУБЛЕВОГО СЕГМЕНТА И ПРИВЕСТИ К ПОЯВЛЕНИЮ ПОЛНОЦЕННОГО МЕЖДУНАРОДНОГО РУБЛЕВОГО РЫНКА ДОЛГОВОГО КАПИТАЛА»