Роб МЭТЬЮЗ,
член совета ассоциации финансовых рынков в рамках европейского отделения по финансированию с использованием заемных средств, партнер, «Уайт энд Кейс ЛЛП»

Энн Мари САЛАН,
старший юрист,
«Уайт энд Кейс ЛЛП»

После 17 месяцев затишья с января 2009 года рынок высокодоходных облигаций в регионе EMEA (Европа, Ближний Восток и Африка) впервые стал свидетелем появления все большего количества новых эмитентов с развивающихся рынков, в том числе из ряда новых стран с развивающейся экономикой, а также из новых отраслей и сфер предпринимательской деятельности. Предлагают ли высокодоходные облигации реалистичную долгосрочную альтернативную стратегию финансирования для эмитентов и привлекательную инвестиционную возможность для инвесторов на развивающихся рынках? Каким образом high yield bonds заменяют более традиционные способы финансирования для корпораций в странах с развивающейся экономикой?

АЛЬТЕРНАТИВА С ВЫСОКОЙ ДОХОДНОСТЬЮ

ТРАНСАТЛАНТИЧЕСКАЯ МИГРАЦИЯ ВЫСОКОДОХОДНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ

Высокодоходные облигации — облигации субинвестицинной категории, ранее известные в США как «бросовые облигации» (junk bonds) — впервые появились как американский долговой продукт в 70–80-е годы прошлого века, а в период с середины до конца 90-х годов прошлого века этот продукт переместился на долговой рынок Западной Европы. Разработанные и появившиеся в США высокодоходные бонды мигрировали в Европу с использованием такой же юридической документации согласно праву штата Нью-Йорк и комплектов односторонних обязательств (covenants), которые применялись при выпуске американских высокодоходных бумаг. Хотя юридические структуры были адаптированы для соответствия уникальным правовым отличиям европейского рынка — например, в отношении комплектов обеспечения, поддержки гарантов, межкредиторских договоренностей, субординирования и вопросов налогообложения у источника.

До 1997 года европейского высокодоходного долгового рынка практически не существовало; первыми эмитентами высокодоходных ценных бумаг в Европе стали телекоммуникационные и медийные компании. Этот сегмент рынка стал быстро расширяться, и в 2000 году общий объем европейских выпусков высокодоходных долговых инструментов составил 8.25 млрд евро (примерно 40 сделок)[1]. После резкого снижения с пикового объема выпусков в 2006 и 2007 годах до полного отсутствия европейских сделок в 2008 году динамика выпусков вновь достигла пикового значения приблизительно в 25 млрд евро (более 50 сделок) в первые девять месяцев 2010 года[2].

Основное различие между структурами капитала в США и Европе связано с существованием в последней «промежуточного финансирования», которое представляет собой альтернативу высокодоходным облигациям в рамках структуры капитала компании; в США оно обычно не используется.

За пределами Западной Европы высокодоходные облигации также перестали

[1] Dealogic
[2] Dealogic

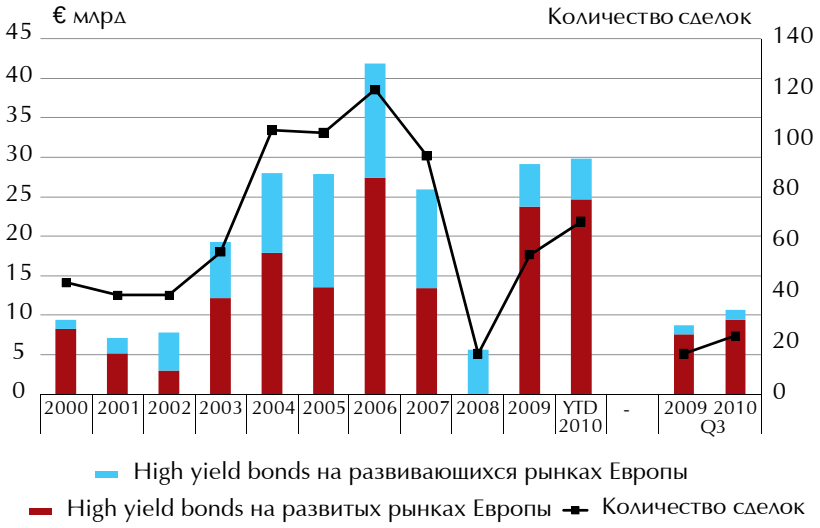
быть ограниченным источником финансирования, превратившись в основную альтернативу для эмитентов, предоставив возможность корпорациям развивающихся рынков ЕМЕА взглянуть за пределы традиционных источников фондирования, предлагаемых местными банками, внутренним рынком облигаций и международным рынком банковских услуг. Основной причиной показательного увеличения числа выпусков высокодоходных облигаций, которая также оказывает влияние на потенциальный рост высокой доходности на развивающихся рынках, является то, что доступность традиционного финансирования на европейском банковском рынке (и смежных рынках) остается ограниченной. Таким образом, компании, которые остро нуждаются в рефинансировании существующего долга или сталкиваются с другими потребностями в финансировании (например, для приобретений), обращаются к «открытому» высокодоходному рынку.

РОСТ ВЫСОКОДОХОДНЫХ ОБЛИГАЦИЙ НА РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКАХ ЕВРОПЫ И В ЕМЕА

За последние несколько лет высокодоходный продукт приобрел популярность среди эмитентов и инвесторов на новых развивающихся рынках по всему региону ЕМЕА. Общий объем выпусков высокодоходных облигаций на европейских развивающихся рынках резко увеличился за последние несколько лет с приблизительно 1.2 млрд евро (семь сделок) в 2000 году до более 5 млрд евро (17 сделок) за первые девять месяцев 2010 года, пик приблизительно в 14.5 млрд евро (более 80 сделок) был достигнут в 2006 году[1].

Высокодоходные облигации отличаются от традиционных структур «еврооблигаций» тем, что они включают более широкий комплект ковенант, которые ограничивают способность эмитента осуществлять определенные действия, такие как дополнительные заимствования или выплата дивидендов; с другой стороны, они отличаются от традиционных ковенант старших банковских ценных бумаг тем, что ковенанты по высокодоходным облигациям проверяются на основании теста «возникновения финансовой ответственности» (то есть в связи с предполагаемым совершением определенного корпоративного действия эмитентом).

Только в 2010 году в регионе ЕМЕА состоялись выпуски высокодоходных облигаций эмитентов с развивающихся рынков Турции, Украины, Казахстана, Саудовской Аравии, Омана и «более продвинутых» развивающихся рынков Польши и Чешской Республики. До 2010 года высокодоходные облигации выпускали эмитенты с развивающихся рынков в ЕМЕА в Южной Африке, Египте, Пакистане, Литве, Польше, Чешской Республике, Венгрии, а также имелось ограниченное количество предложений высокодоходных облигаций со стороны российских эмитентов. Регион Центральной и Восточной Европы (ЦВЕ) был одним из первых развивающихся рынков ЕМЕА, на котором компании обратились к высокодоходным облигациям в качестве источника финансирования; примером являются предложения высокодоходных обязательств польской телекоммуникационной компании Netia в конце 90-х годов прошлого века.



Источник: Dealogic

Рисунок 1
Объем выпуска высокодоходных облигаций на развитых и развивающихся рынках в Европе, 2000-2010:Q3 гг.

ФИНАНСИРОВАНИЕ ПОСЛЕ КРИЗИСА: ВЫСОКОДОХОДНЫЕ БУМАГИ ЗАПОЛНЯЮТ ПРОБЕЛ В ФОНДИРОВАНИИ

Сразу после финансового кризиса 2007–2009 годов по мере роста ликвидности рынка, а также из-за уменьшившейся доступности традиционного банковского кредитования высокодоходные облигации постепенно превратились в один из основных источников финансирования для эмитентов в Европе и на развивающихся рынках ЕМЕА. Со времени недавнего финансового кризиса традиционные источники долгового финансирования стали ограниченными из-за неспособности банков-кредиторов предоставлять средства взаймы в связи с более выборочными критериями кредитования и более строгим режимом регулирования; в результате рынок кредитов оказался закрытым для многих

«ОБЩИЙ ОБЪЕМ ВЫПУСКОВ ВЫСОКОДОХОДНЫХ ОБЛИГАЦИЙ НА ЕВРОПЕЙСКИХ РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКАХ РЕЗКО УВЕЛИЧИЛСЯ ЗА ПОСЛЕДНИЕ НЕСКОЛЬКО ЛЕТ С ПРИБЛИЗИТЕЛЬНО 1.2 МЛРД ЕВРО (СЕМЬ СДЕЛОК) В 2000 ГОДУ ДО БОЛЕЕ 5 МЛРД ЕВРО (17 СДЕЛОК) ЗА ПЕРВЫЕ ДЕВЯТЬ МЕСЯЦЕВ 2010 ГОДА»

[1] Dealogic

	Инвестиционный класс / еврооблигации (Investment Grade/ Eurobonds)	Высокодоходные облигации (High Yield Bonds)		Старший банковский долг (Senior Bank Debt)
		Старшие облигации (Senior Notes)	Старшие субординированные облигации (Senior Subordinated Notes)	
Ограничения в отношении (Limitation on):				
Долга (Debt)		✓	✓	✓
Запрещенных платежей (Restricted Payments)		✓	✓	✓
Отчуждения активов (Asset Sales)		✓	✓	✓
Сделок с аффилированными лицами (Affiliate Transactions)		✓	✓	✓
Смены контроля (Change of Control)	✓	✓ (101%)	✓ (101%)	✓ (100%)
Слияния и объединения (Mergers and Consolidations)	✓	✓	✓	✓
Залогов (Liens)	✓	✓	✓	✓
Разделения (Layering)		✓	✓	
Ограничения в отношении прибыли от дочерних компаний (Restrictions on Distributions from Subsidiaries)		✓	✓	✓
Выпуска и продажи уставного капитала дочерних компаний (Issuance and Sale of Capital Stock of Subsidiaries)		✓	✓	✓
Направления деятельности (Lines of Business)		✓	✓	✓
Сделок купли-продажи и продажи с получением в аренду (Sale and Lease-back Transactions)	✓	✓		✓
Обязательств по поддержанию (Maintenance Covenants)				✓
Обязательства по предоставлению отчетности (Reporting Covenant)	✓	✓	✓	

Таблица 1
Ковенанты по высокодоходным облигациям в Европе и на развивающихся рынках по сравнению с облигациями инвестиционной категории, еврооблигациями и старшим банковским долгом на этих рынках

эмитентов ценных бумаг субинвестиционной категории как на развитых, так и на развивающихся рынках. Этот пробел в финансировании был заполнен долговыми ценными бумагами. Долгосрочный переход к финансированию посредством облигаций подтверждается недавним специальным отчетом агентства Fitch Ratings: например, пропорциональное соотношение между облигациями и общим долгом на балансе европейских компаний, проверенных этим агентством, достигло рекордной величины в 78% в 2009 году; на развивающихся рынках на облигации приходится приблизительно 25–35% корпоративных заимствований за последние пять лет, доля финансирования посредством выпуска облигаций продолжает увеличиваться[1].

Рынок облигаций, набравший силу со времен финансового кризиса, дал возможность компаниям снизить общую стоимость капитала и диверсифицировать источники фондирования. Высокодоходные облигации в настоящее время рассматриваются большинством участников рынка в качестве жизнеспособного долгосрочного, последовательного и сравнительно недорогого источника финансирования.

Однако переход от банковского финансирования к финансированию посредством облигаций приветствуется далеко не всеми компаниями, желающими получить альтернативные денежные ресурсы. Некоторые аспекты выпуска высокодоходных облигаций не являются привлекательными для определенной категории эмитентов. Например, ковенанта по предоставлению отчетности в связи с выпуском высокодоходных облигаций, согласно которой эмитент должен предоставлять весьма подробные отчеты держателям облигаций на ежегодной и полугодовой основе (и на ежеквартальной основе, если эмитент составляет ежеквартальную промежуточную финансовую отчетность), не очень привлекательно для некоторых компаний,

> ТОЛЬКО В 2010 ГОДУ В РЕГИОНЕ EMEA СОСТОЯЛИСЬ ВЫПУСКИ ВЫСОКОДОХОДНЫХ ОБЛИГАЦИЙ ЭМИТЕНТОВ С РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКОВ ТУРЦИИ, УКРАИНЫ, КАЗАХСТАНА, САУДОВСКОЙ АРАВИИ, ОМАНА И «БОЛЕЕ ПРОДВИНУТЫХ» РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКОВ ПОЛЬШИ И ЧЕШСКОЙ РЕСПУБЛИКИ

которые традиционно не предоставляли отчетность на таком уровне более широкому кругу лиц, чем ограниченное число их банков-кредиторов. Кроме того, отдельные компании не устраивает довольно длительный (три-пять лет в зависимости от срока действия облигаций) период запрета, в течение которого эмитент не вправе погашать свои высокодоходные облигации. Аналогич-

[1] Fitch Ratings Credit Market Research, European Corporate Funding Disintermediation: Structural Shift to Bonds from Loans to Continue, 23 июля 2010 г.

ным образом, порядок выпуска высокодоходных бумаг требует, чтобы эмитент предоставлял инвесторам прошедшую аудиторскую проверку финансовую отчетность за два-три года (предпочтительно составленную согласно МСФО), что может повлечь дополнительные временные и финансовые затраты для определенных эмитентов.

КАК ЭВОЛЮЦИОНИРОВАЛИ КОВЕНАНТЫ НА РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКАХ?

Одним из результатов недавнего и все более явного перехода компаний на развивающихся рынках от банковского финансирования к финансированию посредством выпуска облигаций заключается в том, что эмитенты, которые традиционно подпадали под ковенанты по поддержанию определенных показателей, устанавливаемые банками, могут использовать менее ограничительные ковенанты по высокодоходным облигациям касательно «принятия на себя обязательств». В отличие от ковенант по банковским кредитам, которые связаны с поддержанием определенных показателей и должны периодически проверяться заемщиком, ковенанты по высокодоходным облигациям представляют собой проверку на «принятие на себя обязательств» и проверяются, лишь когда эмитент совершает какое-либо действие — иными словами, невыполнение плановых показателей эмитентом не приведет к нарушению его ковенант по высокодоходным облигациям.

В Таблице 1 кратко указываются обычные ковенанты по высокодоходным облигациям, регулируемым в соответствии с правом штата Нью-Йорк, в Европе и на развивающихся рынках по сравнению с облигациями инвестиционной категории (регулируемыми согласно праву Англии), еврооблигациями и старшим банковским долгом на этих рынках.

Основная структура большинства ковенант в рамках комплекта ковенант по высокодоходным облигациям является относительно стандартной, хотя исключения обычно весьма тщательно согласовываются. Для эмитентов с развивающихся рынков стандарты ковенант выбираются на основании капитализации и кредитного профиля эмитента, недавних сравнимых сделок (как в отрасли, так и в конкретной стране, а также сравнимых сделок, связанных со спонсорами, если это применимо), рыночной коньюнктуры и последних тенденций развития рынка, целевой базы инвесторов (которая в основном полагается на рекомендации банков – гарантов размещения) и любых конкретных обстоятельств эмитента (то есть требований бизнес-плана эмитента). Желаемый рейтинг выпуска высокодоходных облигаций также скажется на объеме ковенант эмитента.

> «ВЫСОКОДОХОДНЫЕ ОБЛИГАЦИИ В НАСТОЯЩЕЕ ВРЕМЯ РАССМАТРИВАЮТСЯ БОЛЬШИНСТВОМ УЧАСТНИКОВ РЫНКА В КАЧЕСТВЕ ЖИЗНЕСПОСОБНОГО ДОЛГОСРОЧНОГО, ПОСЛЕДОВАТЕЛЬНОГО И СРАВНИТЕЛЬНО НЕДОРОГОГО ИСТОЧНИКА ФИНАНСИРОВАНИЯ»

Стандарты комплектов ковенант по высокодоходным облигациям на развивающихся рынках ЕМЕА также несколько отличаются от западноевропейской модели ковенант, принятых в Америке и регулируемых согласно праву штата Нью-Йорк, в основном из-за исторических аспектов развития каждого рынка. Например, в рамках недавних южноафриканских выпусков высокодоходных облигаций комплекты ковенант в основном были составлены по американскому образцу и регулировались согласно законодательству штата Нью-Йорк. В недавних высокодоходных сделках в Центральной и Восточной Европе и СНГ встречаются как облигации американского образца, регулируемые согласно нью-йоркскому праву, так и похожие на еврооблигации «гибридные» комплекты односторонних ковенант, регулируемые согласно праву Англии (ковенанты усиливаются посредством добавления определенных обязательств американского образца, таких как «ограниченные платежи» (restricted payments), «ограничение на сделки с аффилированными лицами» (limitation on affiliate transactions) и «смена контроля» (change of control). Недавние ближневосточные высокодоходные сделки включают различные сочетания вышеуказанных элементов, хотя две значительные сделки эмитентов из Саудовской Аравии и Омана в 2010 году включали полные комплекты высокодоходных ковенант американского образца согласно праву Нью-Йорка, и обе сделки были хорошо приняты на рынке[1].

СПРОС ИНВЕСТОРОВ НА ВЫСОКОДОХОДНЫЕ ОБЛИГАЦИИ С РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКОВ

Одна из ключевых причин недавнего роста количества выпусков высокодоходных облигаций на развивающихся рынках заключается в увеличении спроса по всем классам активов со стороны инвесторов как в высокодоходные ценные бумаги, так и в активы на развивающихся рынках в целом. Традиционно эти две группы инвесторов отличаются друг от друга и в основном рассматривают различные аспекты кредита при выборе возможной инвестиции. Например, инвесторы на развивающихся рынках традиционно с большей охотой инвестируют в выпуски облигаций с определенным уровнем суверенного риска по сравнению с инвесторами в высокодоходные облигации, в то время как традиционные инвесторы в высокодоходные облигации обычно охотнее инвестируют в заемные корпоративные кредиты без элемента суверенного риска. Некоторые участники рынка полагают, что группы инвесторов в высокодоходные бумаги и инвесторов на развивающихся рынках в настоящее время сливаются, другие считают, что эти два класса инвесторов все еще отличаются друг от друга, но при этом

[1] Сертификаты на сумму $450 млн компании Dar Al-Arkan International Sukuk Company II со сроком погашения в 2015 г. (в феврале 2010 г.) и старшие облигации на сумму $320 млн по ставке 11.25% компании MBPS Finance Company со сроком погашения в 2015 г. (в ноябре 2010 г.)

высокодоходные инструменты эмитентов с развивающихся рынков все же могут быть привлекательными для обеих групп инвесторов.

Вот что отметил Роб Мэйсон, директор отдела по рынкам долгового капитала и высокодоходным облигациям BNP Paribas, который недавно выступал в качестве совместного организатора синдиката вместе с Standard Chartered Bank по первому предложению высокодоходных облигаций турецкого корпоративного эмитента за несколько лет[1]: «Высокодоходные облигации Yüksel представляли собой одну из самых новаторских сделок на рынке за последнее время. С учетом суверенного риска, сделка неизбежно имела основу развивающегося рынка с учетом показателей роста компании, ее базы государственных клиентов и ее операций по всему региону Ближнего Востока и Северной Африки. По нашему мнению, она могла быть привлекательной для нескольких различных групп инвесторов. Мы хотели структурировать сделку так, чтобы заинтересовать максимально широкие группы инвесторов, и поэтому выбрали способ раскрытия информации, характерный для высокодоходных облигаций, и полномасштабный комплект односторонних обязательств по высокодоходным облигациям. Мы знали, что инвесторы в высокодоходные облигации подвижны, и если мы потратим время на встречи с ними по вопросам кредитной истории, мы сможем генерировать дополнительный спрос для Yüksel. Это сработало, и в конечном итоге книга заявок представляла собой смесь инвесторов с развивающихся рынков и инвесторов в высокодоходные облигации, а также денежных средств сектора частного банковского финансирования. На рынке уже несколько лет ведутся разговоры о слиянии этих двух групп инвесторов, однако все это в значительной степени зависит от конкретных обстоятельств. В общем плане, как нам представляется, на развитых кредитных рынках все чаще есть стремление обращаться к кредитам на развивающихся рынках, и, выступая на нужном рынке с нужной историей и с нужной структурой, эмитенты могут воспользоваться более широкой базой инвесторов, чем в прошлом».

ПРОБЛЕМЫ СТРУКТУРИРОВАНИЯ ВЫСОКОДОХОДНЫХ ОБЛИГАЦИЙ НА РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКАХ

Как отмечалось выше, американский высокодоходный продукт приспособился к уникальным юридическим отличиям европейского рынка, прежде всего в отношении структурирования достаточной кредитной поддержки для инвесторов, и добился в этом успеха с момента возникновения европейского рынка высокодоходного долга в середине 90-х годов прошлого века. Аналогичную гибкость высокодоходный продукт должен был продемонстрировать в решении проблем структурирования по мере его продвижения на новые развивающиеся рынки.

> ОДНА ИЗ КЛЮЧЕВЫХ ПРИЧИН НЕДАВНЕГО РОСТА КОЛИЧЕСТВА ВЫПУСКОВ ВЫСОКОДОХОДНЫХ ОБЛИГАЦИЙ ЗАКЛЮЧАЕТСЯ В УВЕЛИЧЕНИИ СПРОСА ПО ВСЕМ КЛАССАМ АКТИВОВ СО СТОРОНЫ ИНВЕСТОРОВ КАК В ВЫСОКОДОХОДНЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ, ТАК И В АКТИВЫ НА РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКАХ В ЦЕЛОМ

Одна из самых значительных проблем при структурировании высокодоходной облигации на новом развивающемся рынке состоит в нахождении достаточного комплекта дополнительного обеспечения кредита (включающего обеспечение и гарантии), который привлекателен для инвесторов, но не мешает росту коммерческой деятельности эмитента. В некоторых странах качество обеспечения может страдать от значительных потенциальных препятствий. Например, в России и в других странах EM отсутствует определенность в отношении признания доверительного управляющего держателем обеспечения и в отношении принудительной реализации предмета залога, обеспечивающего обязательство в пользу множественных кредиторов. Принудительная реализация прав по обеспечению на основании определенных событий (как, например, банкротство третьей стороны) также может вызывать вопросы.

Предоставление гарантий в структуре сделок по выпуску высокодоходных облигаций — хотя они не являются настолько удобными для держателей облигаций, как прямые обязательства погашения со стороны заемщика — также поможет укрепить кредитную поддержку эмитента. Однако качество и доступность гарантий в определенных странах с развивающимися рынками зависят от местного законодательства и могут являться неполными в силу ограничений на оказание финансовой поддержки, законодательства о мошенничестве, корпоративной выгоды, законодательства о поддержании капитала или ограничений в отношении проблем соблюдения норм шариата в юрисдикции гаранта, а также прочими соображениями. Кроме того, другие структурные элементы выпуска высокодоходных облигаций могут оказаться неопробованными в определенных странах с развивающимися рынками. Например, российское законодательство о банкротстве, скорее всего, не будет признавать субординированный долг корпорации, что может привести к ситуации, в которой российский суд откажется посчитать легитимными договоренности о субординировании между различными видами долга (включая высокодоходные облигации) в структуре капитала компании (например, договоренности о договорном или структурном субординировании и межкредиторские договоренности).

Другая значительная проблема может возникнуть в связи с определением эффективной с точки зрения налогообложения структуры выпуска высокодоходных облигаций. В ряде стран с развивающимися рынками существует неблагоприятный режим налогообложения у источника, ко-

[1] Старшие облигации на сумму $200 млн по ставке 9.50% Yüksel İnşaat A.Ş. со сроком погашения в 2015 г. (в ноябре 2010 г.)

торый делает выпуск облигаций как более дорогостоящим для эмитента, так и непривлекательным для инвесторов. Например, украинские эмитенты обязаны выпускать высокодоходные облигации с использованием либо структуры участия в кредите с созданием специальной компании-эмитента (SPV) в стране с «благоприятным налоговым режимом», либо оффшорной холдинговой компании на уровне выше украинских действующих дочерних компаний в качестве эмитента облигаций. Последняя структура также требует гарантий дочерней компании по обязательствам материнской или поручительств со стороны действующих «дочек», для того чтобы предоставить кредитную поддержку держателям облигаций. Помимо этого, любые платежи, которые могут быть совершены согласно гарантиям/поручительствам в рамках такой структуры, могут потребовать лицензии Национального банка Украины.

В последнее время высокодоходные облигации демонстрируют значительную гибкость и при адаптации комплекта ковенант к требованиям страны, в которой обязательно соблюдение норм шариата, в рамках выпуска высокодоходных облигаций саудовским корпоративным эмитентом[1]. Упомянутая сделка включала новаторский комплект односторонних обязательств, характерных для высокодоходных облигаций, которые ранее не использовались на Ближнем Востоке; это впервые предоставило американским инвесторам доступ к саудовским корпоративным кредитам.

Еще одна проблема (хоть и не связанная со структурированием) для эмитентов высокодоходных облигаций с развивающихся рынков заключается в соблюдении требований к раскрытию информации в проспекте, который необходим для международного предложения высокодоходных бумаг. Хотя существует определенная гибкость в отношении требуемого объема сведений, включенных в проспект, предназначенный для предложения и продажи высокодоходных облигаций — в зависимости от того, предлагаются ли облигации за рубежом, а также внутри США квалифицированным институциональным покупателям или просто за рубежом, — ряд сведений о коммерческой деятельности эмитента, финансовых результатах этой деятельности и рисках, связанных с предложением, все же являются стандартными в проспекте с точки зрения рыночных условий, и инвесторы будут их ожидать. Это особенно актуально в отношении дебютных эмитентов высокодоходных облигаций, которые не прошли публичный листинг (и таким образом регулярно не раскрывают информацию на рынке). Расходы, временные затраты и усилия по подготовке сведений для предложения высокодоходных облигаций следует заранее учитывать эмитенту (и его консультантам).

Другие проблемы структурирования, с которыми сталкиваются эмитенты высокодоходных облигаций на развивающихся рынках, включают: соблюдение правил о недостаточной капитализации; получение согласий центрального банка страны (например, на создание SPV в качестве эмитента на Украине; правила досрочного погашения в Пакистане для соблюдения положений валютного регулирования); регистрацию предложения облигаций в национальном совете по рынкам капитала (например, в Турции), что может потребовать проверки финансовой отчетности эмитента, корпоративных санкций и других подтверждающих документов; длительный процесс корпоративных согласований для российского заемщика или гаранта, который совершает «крупную сделку» или «сделку с заинтересованностью», связанную с выпуском облигаций; неразвитое регулирование отношений траста в определенных странах; отсутствие возможности принудительного исполнения иностранных судебных решений в ряде стран (хотя арбитраж стал более привлекательным в качестве реалистичной альтернативы разрешения споров в указанных регионах).

Поскольку высокодоходный продукт на текущий момент эволюционировал и преодолел вышеперечисленные проблемы, мы ожидаем, что он по-прежнему будет играть весомую роль на новых развивающихся рынках. В настоящее время основная база инвесторов в высокодоходный продукт развивающихся рынков готова принять имеющиеся риски инвестирования в высокодоходные бумаги ЕМ, поскольку их уравновешивает высокая доходность и хорошие возможности диверсификации кредитных портфелей.

ПЕРСПЕКТИВЫ ВЫСОКОДОХОДНЫХ ОБЛИГАЦИЙ НА РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКАХ

На наш взгляд, перспективы роста объема выпусков высокодоходных облигаций со стороны эмитентов с развивающихся рынков в регионе EMEA являются многообещающими. С тех пор как финансовый кризис стал утихать, высокодоходные облигации доказали свою способность быть альтернативным источником долгового финансирования для эмитентов ценных бумаг субинвестиционной категории на развивающихся рынках, и до сих пор спрос со стороны инвесторов без колебаний поглощал растущий объем выпусков высокодоходных бумаг ЕМ.

По мере того как компании на развивающихся рынках все лучше понимают и признают порядок выпуска высокодоходных облигаций — а именно с учетом требуемого уровня раскрытия информации, стоимости выпуска и длительности процесса размещения — и с учетом того, что кредитный рынок фактически остается закрытым для компаний с ценными бумагами субинвестиционной категории, мы ожидаем появления большего количества дебютных эмитентов с развивающихся рынков, а также эмитентов повторных выпусков, которые появятся на высокодоходном рынке. Высокодоходный продукт доказал свою способность адаптироваться к потребностям и ограничениям различных стран с развивающимися рынками с точки зрения структурирования и кредитной поддержки. Что также важно, инвесторы на развивающихся рынках и инвесторы в высокодоходные облигации проявили готовность инвестировать в высокодоходный продукт по мере того, как он приспосабливается к новым развивающимся рынкам. В целом, уже существуют ключевые факторы для долгосрочного применения высокодоходных облигаций на развивающихся рынках в 2011 году и в обозримом будущем[2].

[1] Сертификаты на сумму $450 млн компании Dar Al-Arkan International Sukuk Company II со сроком погашения в 2015 г. (в феврале 2010 г.)

[2] Авторы хотели бы отметить вклад в написание статьи Дмитрия Лапшина, старшего юриста группы по вопросам рынков капитала в московском офисе «Уайт энд Кейс».