Ольга ГОРОХОВСКАЯ,
директор отдела первичных размещений долговых бумаг управления инвестиционно-банковской деятельности, ИК «Тройки Диалог»

В 2011 ГОДУ НАКОНЕЦ ПРОИЗОШЛО ЗНАМЕНАТЕЛЬНОЕ СОБЫТИЕ НА РОССИЙСКОМ ДОЛГОВОМ РЫНКЕ: ВПЕРВЫЕ В ИСТОРИИ НА НЕГО ВЫШЕЛ ИНОСТРАННЫЙ КОРПОРАТИВНЫЙ ЭМИТЕНТ, ЧТО, ПО ИДЕЕ, ДОЛЖНО БЫЛО СИМВОЛИЗИРОВАТЬ ЗРЕЛОСТЬ РЫНКА, ВЫСОКИЙ УРОВЕНЬ ПОДГОТОВКИ ЛОКАЛЬНЫХ ИНВЕСТОРОВ И ГЛОБАЛЬНО ОДИН ИЗ ЭТАПОВ ПРЕВРАЩЕНИЯ МОСКВЫ В МИРОВОЙ ФИНАНСОВЫЙ ЦЕНТР. НАШ ЮНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК ДОЛЖЕН БЫЛ ВСТАТЬ В ОДИН РЯД С ЯПОНСКИМ, НА КОТОРОМ ИНОСТРАННЫЕ ЭМИТЕНТЫ АКТИВНО РАЗМЕЩАЮТ SAMURAI BONDS, С КИТАЙСКИМ С ЕГО PANDA BONDS, С КОРЕЙСКИМ С KIMCHI BONDS, С АМЕРИКАНСКИМ С YANKEE BONDS, С КАНАДСКИМ С MAPLE BONDS, С АВСТРАЛИЙСКИМ С KANGAROO BONDS И ТАК ДАЛЕЕ. ПРАКТИЧЕСКИ ЛЮБОЙ РАЗВИТЫЙ РЫНОК ПРИ СОБЛЮДЕНИИ ОПРЕДЕЛЕННЫХ ОГРАНИЧЕНИЙ ДОПУСКАЕТ РАЗМЕЩЕНИЕ ИНОСТРАННЫХ ЭМИТЕНТОВ В ЛОКАЛЬНОЙ ВАЛЮТЕ.

Приключения иностранцев в России

«ПРИ РАЗМЕЩЕНИИ ВАЖНО ПОНИМАТЬ, БУДУТ ЛИ ОБЛИГАЦИИ ВКЛЮЧЕНЫ В ЛОМБАРДНЫЙ СПИСОК ЦБ И ЕСТЬ ЛИ ВОЗМОЖНОСТЬ ВКЛЮЧИТЬ ЭТИ ЦЕННЫЕ БУМАГИ В КОТИРОВАЛЬНЫЕ ЛИСТЫ ММВБ. НИ ОДНА ИЗ ЭТИХ ОПЦИЙ В НАСТОЯЩЕЕ ВРЕМЯ НЕ ДОСТУПНА ДЛЯ ОБЛИГАЦИЙ ИНОСТРАННЫХ КОРПОРАТИВНЫХ ЭМИТЕНТОВ»

На российском рынке правовым основанием для выпуска ценных бумаг иностранным заемщиком является решение ФСФР России о допуске ценных бумаг иностранного эмитента к размещению и обращению в РФ, принимаемое на основе статьи 51.1 ФЗ «О рынке ценных бумаг». Структурно выпуск осуществляется напрямую, без создания SPV в России.

Итак, кто технически может выпускать бумаги на локальном рублевом рынке?

В соответствии с действующим законодательством, локальные рублевые облигации могут выпускать следующие иностранные эмитенты:

• организации, созданные в странах-членах ОЭСР, членах ФАТФ (Financial Action Task Force on Money Laundering — FATF) или членах MANEYVAL;

• организации, созданные в государствах, где соответствующим уполномоченным органом заключено соглашение о сотрудничестве с ФСФР;

• международные финансовые организации со статусом МФО, статус которых подтвержден правительством России;

• зарубежные страны, соответствующие требованиям, перечисленным выше, или их центральные банки.

В отношении облигаций иностранных эмитентов действует даже ряд более мягких требований, чем те, что применяются к российским корпоративным эмитентам:

• жизнь проспекта ценных бумаг не ограничена одним годом с момента регистрации, напротив, проспект живет неограниченное время;

• в качестве регулирующего законодательства можно использовать как российское право, так и право страны происхождения эмитента;

• отсутствует взаимосвязь между уставным капиталом эмитента и объемом размещаемых облигаций — именно это ограничение в свое время послужило толчком для изобретения довольно экзотических структур, до сих пор присутствующих на рублевом рынке;

• применяемая структура позволяет исключить требования Налогового кодекса РФ (ст. 269 НК РФ) в отношении тонкой капитализации.

Помимо вышеперечисленного, локальные облигации не предполагают сложной системы финансовых ковенант и существенного вовлечения дорогостоящих западных юристов, что не понаслышке знакомо всем заемщикам на рынке еврооблигаций.

Первопроходцем локального рублевого рынка еще в 2005 году стал в силу особого статуса один из институтов развития — ЕБРР. В конце 2010 года на ры-

нок вышел первый суверенный заемщик — Республика Беларусь. Не было только корпоративных заемщиков, которые, казалось бы, в не меньшей степени заинтересованы в привлечении финансирования и новых карманах ликвидности. Только в декабре прошлого года на рынок вышла канадская компания Uranium One. Таким образом, на текущий момент в России представлены все возможные категории иностранных заемщиков. Почему же при наличии такого количества преимуществ, достаточно высокого уровня ликвидности и привлекательных ставок очереди из иностранных эмитентов пока не наблюдается?

У этого явления может быть два объяснения: технически сложный и до конца не урегулированный процесс подготовки эмиссионной документации с одной стороны, и возможный недостаток рыночного спроса — с другой.

Несмотря на то что первый выпуск облигаций ЕБРР появился на рынке в 2005 году, законодательство продолжало меняться и меняется по сей день. Только в марте 2012 года вступили наконец в силу правила раскрытия информации, учитывающие особый статус иностранных эмитентов. Теперь, помимо проторенного пути, предполагающего создание полного комплекта эмиссионной документации по шаблону, установленному для российских корпоративных заемщиков, появилась возможность при наличии обновленной программы выпуска еврооблигаций (EMTN или иного аналога) просто перевести на русский язык ту ее часть, которая посвящена описанию эмитента, и добавить информацию по готовящимся выпускам. Также изменилось и стало значительно более прозрачным законодательство в отношении публичного раскрытия информации иностранными эмитентами, ценные бумаги которых прошли процедуру листинга на ведущих иностранных фондовых биржах. Материальная информация (аналог существенных фактов) подлежит раскрытию на английском языке в течение одного дня после раскрытия информации на внешнем рынке и переводится на русский язык в течение 30 дней после раскрытия на английском языке, тогда как ежеквартальные отчеты выпускаются с той периодичностью, с которой эмитентом готовится отчетность, и подлежат переводу и раскрытию на русском языке спустя 60 дней после соответствующего раскрытия на английском языке.

Повышение прозрачности законодательства, несомненно, станет очень важным фактором развития рынка локальных облигаций иностранных эмитентов.

Однако не стоит сбрасывать со счетов вопросы, связанные с возможностью успешного рыночного размещения бумаг иностранных эмитентов. На что обращают внимание инвесторы при покупке облигаций, помимо хрестоматийных характеристик, таких как кредитное качество и дюрация? При размещении важно понимать, будут ли облигации включены в Ломбардный список ЦБ и есть ли возможность включить эти ценные бумаги в котировальные листы ММВБ. Ни одна из этих опций в настоящее время не доступна для облигаций иностранных корпоративных эмитентов, независимо от уровня международного кредитного рейтинга, качества корпоративного управления и наличия блестящей финансовой отчетности.

Ну и наконец, при принятии инвестиционного решения, наверное, всегда будет важно, чем занимается эмитент, насколько тесно он связан с рынком, на который планирует выходить. Думается, предпочтение будет отдаваться тем заемщикам, для которых российский рынок — не только способ оппортунистически занять дешевые деньги с помощью валютного свопа, но и рынок, предполагающий некий стратегический интерес и долгосрочные отношения. Именно так, как происходило и происходит в случае с Республикой Беларусь, ЕБРР, ЕАБР и Uranium One.

И именно в этом случае приключения иностранцев в России будут интересными, познавательными, а главное — успешными.

«ПРЕДПОЧТЕНИЕ БУДЕТ ОТДАВАТЬСЯ ТЕМ ЗАЕМЩИКАМ, ДЛЯ КОТОРЫХ РОССИЙСКИЙ РЫНОК — НЕ ТОЛЬКО СПОСОБ ОППОРТУНИСТИЧЕСКИ ЗАНЯТЬ ДЕШЕВЫЕ ДЕНЬГИ С ПОМОЩЬЮ ВАЛЮТНОГО СВОПА, НО И РЫНОК, ПРЕДПОЛАГАЮЩИЙ НЕКИЙ СТРАТЕГИЧЕСКИЙ ИНТЕРЕС И ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОТНОШЕНИЯ»

Таблица 1

Размещения облигаций иностранных эмитентов на российском рынке

Эмитент	Организатор	Объем, млрд руб.	Дата размещения	Срок обращения/пут, лет	Ставка купона, %
EABR-1	ИК «Тройка Диалог»/ Сбербанк	5	02.2012	2	8.5
Uranium One	ИК «Тройка Диалог»/ Сбербанк	14.3	12.2011	5	9.75
EBRD-9	ИК «Тройка Диалог»/ Сбербанк	1	06.2011	5	0.50% + плавающий купон
EABR-4	«ВТБ Капитал», Райффайзенбанк,	5	02.2011	3	7.85
Республика Беларусь	ИК «Тройка Диалог»/ Сбербанк	7	12.2010	2	8.7
EBRD-8	ИК «Тройка Диалог»/ Сбербанк	7	10.2010	8	0.01% + плавающий купон
EBRD-7	Ситибанк	3.5	09.2010	8	0.015% + плавающий купон
EBRD-6	Ситибанк	3.5	09.2010	8	0.015% + плавающий купон
EABR-3	«ВТБ Капитал», Райффайзенбанк, «РОНИН»	5	11.2009	2	10.5
EBRR-4	Райффайзенбанк, ING, Ситибанк	3	06.2009	5	Плавающий купон (привязан к MOSPRIME)
EBRD-5	Райффайзенбанк, ING, Ситибанк	5	04.2009	5	Плавающий купон (привязан к MOSPRIME)
EBRD-3	Райффайзенбанк	7.5	09.2006	5	Плавающий купон (привязан к MOSPRIME)
EBRD-2	Райффайзенбанк, Ситибанк	5	04.2006	5	Плавающий купон (привязан к MOSPRIME)
EBRD-1	Райффайзенбанк, Ситибанк	5	05.2005	5	Плавающий купон (привязан к MOSPRIME)