Дмитрий КРАСИЛЬНИКОВ,
член правления, управляющий директор по корпоративному финансированию, Евразийский банк развития

НАДНАЦИОНАЛЬНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ, В ПЕРВУЮ ОЧЕРЕДЬ МЕЖДУНАРОДНЫЕ БАНКИ, КОРПОРАЦИИ И АГЕНТСТВА РАЗВИТИЯ (МБР), ИЗВЕСТНЫЕ КАК SUPRANATIONALS, ПРЕДСТАВЛЯЮТ СОБОЙ ДОВОЛЬНО ЭКЗОТИЧЕСКИЙ КЛАСС ЭМИТЕНТОВ. ДЕЙСТВИТЕЛЬНО, ИХ МНОГОЧИСЛЕННЫЕ ОСОБЕННОСТИ — МИССИЯ, ЮРИДИЧЕСКИЙ СТАТУС, ИММУНИТЕТЫ, СТРУКТУРА КАПИТАЛА И В ЦЕЛОМ БАЛАНСА — ФОРМИРУЮТ ОСОБОЕ ВОСПРИЯТИЕ ТАКИХ ЗАЕМЩИКОВ ИНВЕСТОРАМИ И АНАЛИТИКАМИ, ДЕЛАЮТ ИХ ДОЛГОВЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА ОДНИМИ ИЗ НАИБОЛЕЕ ДЕШЕВЫХ И В ТО ЖЕ ВРЕМЯ ВОСТРЕБОВАННЫХ НА РЫНКЕ.

Supranationals: на особом положении

«ВЫСОКОЕ КАЧЕСТВО МБР КАК ЭМИТЕНТОВ, В ТОМ ЧИСЛЕ СВЯЗАННОЕ С ИХ СТАТУСОМ ПРЕФЕРЕНЦИАЛЬНЫХ КРЕДИТОРОВ, БЫЛО НЕОДНОКРАТНО УСПЕШНО ПРОТЕСТИРОВАНО ВО ВРЕМЕНА СУВЕРЕННЫХ ДЕФОЛТОВ В 80–90-Е ГОДЫ В ЛАТИНСКОЙ АМЕРИКЕ, АФРИКЕ И РОССИИ»

Первым глобальным международным институтом развития стал Международный банк реконструкции и развития, входящий в группу Всемирного банка и созданный ООН в декабре 1945 года одновременно с Международным валютным фондом на основе ратификации государствами — участниками Бреттон-Вудского соглашения 1944 года. Чтобы более наглядно проиллюстрировать особенности МБР, стоит заглянуть в послевоенную Западную Европу, в которой возникли первые национальные банки развития с чертами, впоследствии заимствованными международными институтами. Ярким примером такого национального института развития является немецкий Kreditanstalt fur Wiederaufbau (KfW), изначально созданный для покрытия рисков и рефинансирования инвестиционных проектов в немецкой экономике. Согласно закону о KfW от 1948 года новый финансовый институт не являлся кредитным учреждением, так как не мог привлекать депозиты у населения, а также не мог оказывать брокерских и иных типичных банковских услуг своим клиентам. На этой основе KfW (как, например, и Deutsche Bundesbank), оставаясь банком, был исключен из числа кредитных институтов, и в отношении него не действовали регулятивные нормы банковского надзора. В то же время KfW являлся полноценным субъектом публичного права. Надзор за его деятельностью был возложен на федеральное правительство в лице уполномоченного министерства, а прибыль KfW не подлежала распределению. Кроме того, благодаря своему особому статусу банк был освобожден от уплаты налогов и пошлин на территории ФРГ и к нему применялся особый порядок оценки результатов его операционной деятельности. Все указанные выше принципы позднее были полностью учтены при создании МБР — в первую очередь, региональных и специализированных. Вместе с тем — и в этом особенность KfW, как и многих других национальных институтов развития, — долговые обязательства банка имели обеспечение в виде юридически закрепленной ответственности государства по ним, другими словами — суверенную гарантию ФРГ, что автоматически ставило их с точки зрения риска на один уровень с суверенными обязательствами ФРГ.

Развитие региональных и специализированных международных институтов развития получило импульс в 1960-е годы, когда во многих развивающихся частях света (в первую очередь, в Латинской Америке и Африке) стали создаваться региональные и специализированные МБР для финансирования межстрановой интеграции, торговли и инвестиций. Обязательства таких МБР не имели суверенных гарантий, а состав их государств-участников часто представлял собой комбинацию из развивающихся государств региона — предполагаемых реципиентов средств — и (в меньшей степени) относительно более высокоразвитых государств — бывших метрополий (напри-

мер, США, Испании и других). Отсутствие формализованного внешнего регулирования и суверенной гарантии восполнялось повышенной капитализацией — как за счет оплаченного капитала, так и за счет так называемого капитала до востребования (Callable Capital), размер которого мог быть кратен оплаченной части. Капитал до востребования, «обещанный» развитыми государствами — участниками банков, охотно учитывался аналитиками и рейтинговыми агентствами при расчете общего уровня капитала того или иного МБР, взвешенного на уровень риска его активов. Помимо этого, на основе прецедентного права МБР стал присущ особый статус — статус преференциального кредитора, согласно которому государства — получатели средств МБР брали на себя негласное обязательство предпринять все возможные шаги для обеспечения возвратности средств, заемщиками которых выступало как само государство, так и местные частные компании. Это привело к тому, что МБР стали по-настоящему наднациональными институтами — как с точки зрения формальной структуры участия в них, так и с точки зрения их кредитного риска. В результате большинство МБР по мере накопления кредитной истории превратились в заемщиков с устойчивыми инвестиционными кредитными рейтингами, а стоимость их заимствований стала существенно ниже стоимости суверенного долга их государств-участников.

Описанные выше подходы и принципы функционирования МБР, заложенные в 1960-е годы, были в полной мере использованы в 1990-е годы — при создании банков развития, ориентированных на интеграцию центрально- и восточноевропейских государств в экономику Западной Европы, а также в 2006 году — при создании Евразийского банка развития, — нового МБР, ориентированного на поддержку инвестиций и интеграции на постсоветском пространстве. На сегодняшний день Bloomberg классифицирует как supranational banks 40 эмитентов.

Высокое качество МБР как эмитентов, в том числе связанное с их статусом преференциальных кредиторов, было неоднократно успешно протестировано во времена суверенных дефолтов в 80–90-е годы в Латинской Америке, Африке и России. Проиллюстрировать данное обстоятельство легко на примере Андской корпорации развития (Corporacion Andina de Fomento или CAF), регионального банка развития, созданного в 1968 году. Некоторые из участников CAF до сих пор преодолевают последствия своих суверенных дефолтов, допущенных в 80–90-е годы. На сегодняшний день крупнейшими участниками CAF являются Аргентина (с долей в 6.9% и рейтингами B3, Bu, B от Moody's, S&P и Fitch соответственно), Боливия (6.1%, Ba3, BB-, BB-), Бразилия (6.3%, Baa2, BBB, BBB), Колумбия (21.7%, Baa3, BBB-, BBB-), Эквадор (6.2%, Caa1, B, B-), Перу (21.6%, Baa2, BBB, BBB), Венесуэла (21.6%, B2, B+, B+), Бразилия (6.3%, Baa2, BBB, BBB), а также Испания (2.5%, Baa3, BBB-, BBB) и ряд других стран с меньшими долями. На этом фоне рейтинги самого банка сегодня находятся на уровне Aa3, A+, A+, а текущий спред к мид-свопам по его десятилетним еврооблигациям составляет около 175 б.п. (для сравнения: Венесуэла платит спред по сопоставимым бумагам более 800 б.п., а у Испании спред в 210 б.п. соответствует суверенным облигациям с погашением в 2013 году). Несмотря на такие различия, МБР (включая CAF) классифицируются инвесторами в одной группе с суверенными эмитентами и государственными компаниями — Sovereign, Supranational and Public (SSP).

> ОТСУТСТВИЕ ИНДЕКС-ТРЕКЕРОВ СРЕДИ ИНВЕСТОРОВ В ОБЛИГАЦИИ МБР РЕДКО КОГДА ИМЕЕТ МАТЕРИАЛЬНОЕ ЗНАЧЕНИЕ С ТОЧКИ ЗРЕНИЯ ЦЕНООБРАЗОВАНИЯ ПО ДАННЫМ ВЫПУСКАМ

Сегодня большинство национальных институтов развития, особенно из развивающихся стран, безусловно, воспринимаются инвесторами в большей степени, чем МБР, в качестве институтов, напрямую ассоциированных с суверенным риском их учредителей. Действительно, в условиях последних четырех лет национальные банки развития, наряду с центральными банками и специализированными отраслевыми государственными банками, во многих странах стали проводниками контрцикличных государственных мер по стимулированию внутреннего спроса и поддержке банковских систем. В некоторых случаях это негативно отразилось на их финансовых результатах, качестве активов и прозрачности. В результате кредитный риск таких институтов стал в еще большей степени восприниматься инвесторами через призму возможной и необходимой государственной поддержки, а наиболее распространенной логикой инвестирования в их долговые инструменты стало получение премии над соответствующей кривой суверенной доходности — при воспринимаемом идентичном уровне конечного риска.

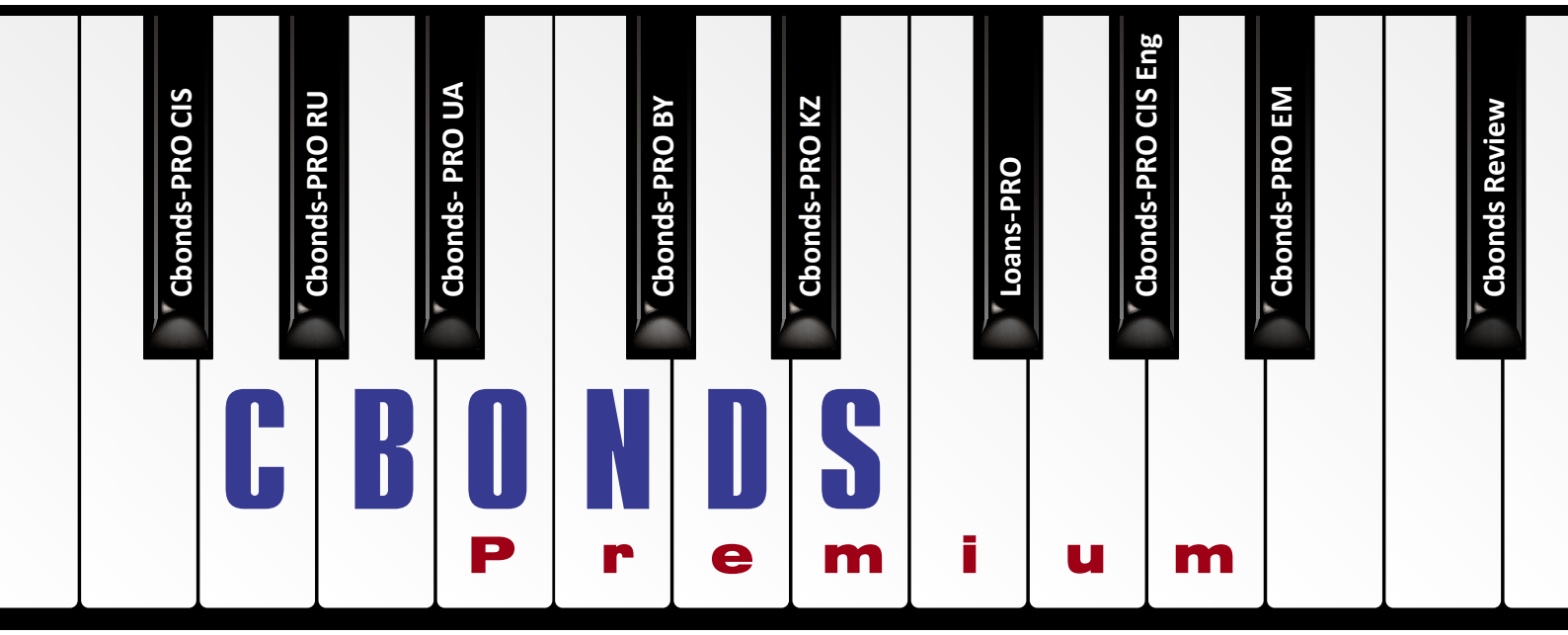
МБР рассматриваются инвесторами несколько иначе, чем национальные банки развития, несмотря на схожие контрцикличные принципы кредитования, заложенные в их деятельности. Это связано в первую очередь как с юридическими особенностями их статуса, механизмами поддержки государствами-участниками, так и с их прозрачностью и рыночной ориентированностью в привлечении финансовых ресурсов. МБР, как правило, не имеют суверенных гарантий, а их поддержка со стороны государств-участников посредством оплаченного капитала и капитала до востребования, в сочетании со статусом, освобождениями и иммунитетами, о которых говорилось выше, обычно носят юридически оформленный и прозрачный характер. При этом наличие «аварийных» механизмов государственной поддержки у МБР, как правило, не мешает их прозрачности и независимости в принятии инвестиционных решений, а, наоборот, является важным положительным фактором при анализе конечного риска того или иного МБР, в том числе и со стороны рейтинговых агентств. Наличие таких рычагов может быть более или менее актуальным в зависимости от степени концентрации долей участников МБР, а также от длительности кредитной истории банка и состояния основных рынков и секторов его инвестиций. Например, в отношении Евразийского банка развития поддержка участников банка пока крайне важна. Доля России в капитале ЕАБР составляет около 66%, а кредитная история банка насчитывает только четыре года. В связи с этим рейтинговые агентства S&P и Fitch Ratings применяют в отношении ЕАБР методологию установления суверенного потолка рейтингов, которая также

используется ими в отношении банков и компаний с государственным контролем, а стоимость десятилетних долговых обязательств ЕАБР выше соответствующих суверенных обязательств России приблизительно на 140 б.п.

Важнейшим фактором при анализе МБР является степень эффективности и открытости их корпоративного управления, отсутствие механизмов для прямого или косвенного навязывания ему инвестиционных решений со стороны заинтересованных ведомств государств-участников, имеющих контрольный пакет. Однако, несмотря на то что решения участниками банка, как правило, принимаются по принципу «один доллар = один голос», де-факто инвестиционные и стратегические вопросы зачастую требуют единогласной поддержки участников, так как успешные МБР, безусловно, должны действовать в коллективных интересах всех партнеров. Помимо положительного репутационного эффекта, это также позволяет осуществлять поступательное развитие МБР, в том числе и за счет сохранения и расширения рынков для их инвестиций.

Стоит отметить, что наличие у МБР иммунитетов, а также международный состав участников технически могут восприниматься негативно инвесторами. Это касается, например, того обстоятельства, что бумаги МБР не подлежат включению в соответствующие страновые индексы облигаций, что означает исключение индекс-трекеров из их инвесторской базы. Тем не менее отсутствие индекс-трекеров среди инвесторов в облигации МБР редко когда имеет материальное значение с точки зрения ценообразования по данным выпускам. Кроме того, данное обстоятельство отчасти компенсируется тем, что во многих странах, например в России и Казахстане, имеются благоприятные пруденциальные условия для инвестиций в облигации МБР, особенно в номинированные в местных валютах. Это объясняет повышенный и эластичный спрос со стороны регулируемых местных институциональных инвесторов, в первую очередь пенсионных фондов.

В заключение стоит еще раз подчеркнуть, что Supranationals, в большинстве случаев являя собой рыночные институты развития с высочайшими стандартами корпоративного управления и прозрачности, с точки зрения восприятия их риска инвесторами, безусловно, стоят в одном ряду с суверенными заемщиками и государственными компаниями, имеющими наиболее высокие инвестиционные кредитные рейтинги. Такая рыночно-государственная двуединая природа МБР уже много лет обеспечивает им возможность практически гарантированного доступа к долговому капиталу — как крупнейших институциональных, так и инвесторов private banking. Это обстоятельство с успехом используется для целей регионального развития, финансирования переходных экономик, подъема инфраструктурных отраслей и так далее. Когда и если спрос на инвестиции МБР начнет снижаться, это, скорее всего, будет означать то, что их место занимают частные инвесторы и что МБР смогут превратиться в более коммерчески ориентированных кредиторов — по крайней мере, временно, до наступления нового экономического кризиса. ©



ПРЕМИУМ-ТАРИФ,
включающий все информационные услуги Cbonds

Для оформления платного или пробного доступа к услуге зайдите в раздел меню «Доступ к сайту» на сайте Cbonds.info

на правах рекламы