Андрей КУЛАКОВ,
CFA, FRM, директор, управление анализа инструментов с фиксированной доходностью, Газпромбанк

Алексей ДЕМКИН,
CFA, начальник управления анализа инструментов с фиксированной доходностью, Газпромбанк

Локальный рынок долга РФ: основы гостеприимства

Российский долговой рынок характеризуется большой емкостью, имеет высокие стандарты инфраструктуры и предлагает привлекательные ставки. При этом схожая динамика валют и устоявшиеся экономические отношения с Россией предоставляют заемщикам из СНГ (и не только) широкие возможности на локальном рынке РФ. В 2017 году, впервые после четырехлетнего затишья, на российском рынке состоялось полноценное размещение бумаг иностранного эмитента: компания «Казахстан Темир Жолы» разместила выпуск облигаций на 15 млрд руб. Разбираемся в том, чем российский рынок привлекателен для эмитентов из СНГ и в чем заключаются особенности эмиссии и спроса на иностранные бумаги в России.

ИНТЕРЕСНЫЕ ВОЗМОЖНОСТИ

В России процентные ставки снижаются, следуя за инфляцией. В октябре индекс потребительских цен достиг 2.7%, продолжив приятно удивлять инвесторов. Замедление темпов инфляции позволяет ЦБ снижать ключевую ставку (за десять месяцев 2017 года — с 10% до 8.25%), и мы ожидаем сохранения этого тренда вплоть до достижения равновесного уровня реальной ставки, который регулятор таргетирует в диапазоне 250–300 б.п.

Доходность ОФЗ находится вблизи ставок по долгосрочным корпоративным депозитам, а минимальный размер кредитной премии (50–60 б.п. для качественных заемщиков) на рынке корпоративных заимствований позволяет эмитентам привлекать фондирование по ставке ниже банковских кредитов.

Установившийся в России уровень ставок ниже, чем в большинстве стран СНГ, что вкупе со схожей динамикой валют и сложившимися экономическими отношениями открывает иностранным эмитентам большие возможности по привлечению долгового фондирования на локальном рынке РФ.

Российский локальный рынок выгодно отличается большой емкостью: по своему объему (около $300 млрд) он в 5 раз превосходит совокупный объем других рынков СНГ. Внутренние источники для потенциальных инвестиций на рынке капитала, по нашим оценкам, превышают 33 трлн руб. и хорошо сбалансированы, обеспечивая локальному рынку суще-

Источники: Cbonds, IMF, ЦБ соответствующих стран

Страна	Ключевая ставка	ИПЦ 2017П	Объем локального рынка долга, $ млрд*
Россия	8.25%	3.97%	312.3
Армения	6.00%	2.14%	1.2
Азербайджан	15.00%	8.00%	1.5
Беларусь	11.00%	8.02%	16.7
Казахстан	10.25%	7.00%	42.7
Киргизия	5.00%	4.81%	0.4
Молдова	7.00%	7.03%	0.4
Таджикистан	16.00%	10.02%	0.2
Узбекистан	14.00%	15.67%	0.02

* Объем в обращении по непогашенному номиналу по состоянию на 18 октября 2017 года.

Таблица 1
Ключевые показатели рынков СНГ

ственный потенциал для дальнейшего роста. Инфраструктура Московской Биржи соответствует лучшим международным стандартам, в том числе позволяет выпускать облигации в различных валютах, предоставляет доступ глобальным инвесторам через Euroclear и Clearstream.

ИСТОРИЯ ВЗАИМНЫХ ОТНОШЕНИЙ

Первые облигации иностранного эмитента на российском долговом рынке были выпущены в 2005 году от лица ЕБРР в силу особого статуса института развития. С тех пор такие международные финансовые организации, как ЕБРР, ЕАБР, МФК и МИБ[1] суммарно разместили в России 26 выпусков номинальным объемом 112.5 млрд руб.

Знаковые события для рынка:

- Первое размещение локальных рублевых облигаций иностранного государства: Республика Беларусь в декабре 2010 года разместила выпуск двухлетних облигаций объемом 7 млрд руб.
- Первое размещение локальных рублевых облигаций иностранного корпоративного эмитента: Uranium One, канадская уранодобывающая компания, подконтрольная российской госкорпорации «Росатом», в декабре 2011 года выпустила облигации объемом 14.3 млрд руб. на десять лет с офертой через 1.5 года.

Впоследствии Uranium One разместила еще один транш рублевых бумаг, однако аналогичные предложения со стороны иностранных корпоративных и суверенных заемщиков отсутствовали вплоть до текущего года, когда в июне на рынок вышла компания «Казахстан Темир Жолы» (КТЖ, Казахстанские железные дороги) через российское SPV — ООО «КТЖ Финанс», разместив выпуск облигаций объемом 15 млрд руб. на пять лет.

Целью КТЖ было сокращение доли валютного долга (58%, по данным на первое полугодие 2017 года), в том числе за счет увеличения объема заимствований в тенге и рублях. Размещение рублевых облигаций — возможность занять в валюте, имеющей относительно высокую корреляцию с основной операционной валютой компании (тенге), используя высокую емкость рынка РФ. Общий объем спроса превысил 27 млрд руб., что позволило снизить ставку купона с первоначального ориентира в 8.85–9.15% до 8.75%. Размещение КТЖ — важный этап в становлении платформы российского долгового рынка для иностранных эмитентов и для позиционирования рубля как валюты международных заимствований.

У иностранных эмитентов есть два варианта выхода на российский рынок локальных облигаций:

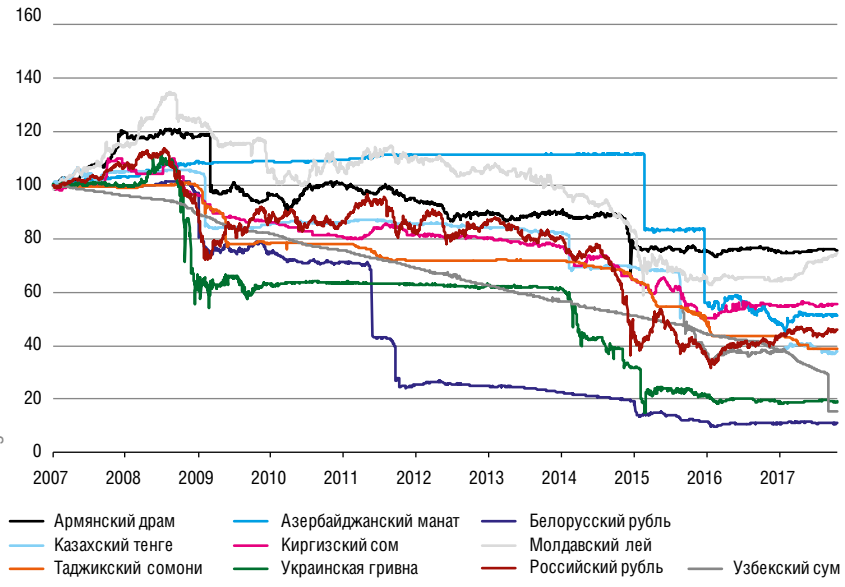
1. Размещение непосредственно от лица иностранного эмитента, то есть компании/суверена, с резидентством в иностранной юрисдикции (по аналогии с Беларусью и Uranium One).
2. Размещение от лица российского SPV с поручительством иностранной компании (пример КТЖ).

ВЫБОР СТРУКТУРЫ РАЗМЕЩЕНИЯ

Выпуск облигаций иностранным эмитентом регулируется ФЗ «О рынке ценных бумаг» (статья 51.1), а также требовани-

[1] Штаб-квартира в Москве, но формально является МФО и входит в соответствующий перечень, утвержденный Правительством РФ.

Рисунок 2
Валютный индекс*



Источник: Bloomberg

* база для рассчета – курс на 01/01/2007

ями Московской Биржи о допуске таких бумаг к торгам. Для допуска ценной бумаги к обращению в России потребуется присвоение кодов ISIN и CFI, а также признание финансового инструмента ценной бумагой (в данном случае облигацией) в порядке, установленном Банком России.

К размещению и публичному обращению в РФ допускаются ценные бумаги следующих эмитентов:

- организаций с местом учреждения в государствах — членах ОЭСР, членах MONEYVAL, членах или наблюдателях FATF и странах — участницах Единого экономического пространства,
- организаций, учрежденных в государствах, где соответствующим органом заключено соглашение о сотрудничестве с ЦБ РФ,
- МФО, статус которых утвержден правительством РФ,
- зарубежных стран, а также их центральных банков и административно-территориальных единиц, соответствующих перечисленным выше требованиям,
- организаций, чьи ценные бумаги имеют листинг на иностранной бирже, входящей в перечень, утвержденный ЦБ РФ.

Есть также ряд требований по формату и объему раскрытия информации и подготовке проспекта ценных бумаг на русском языке (в случае размещения). В ряде случаев потребуется определение уровня ликвидности и инвестиционного риска ценных бумаг.

В случае если иностранный эмитент размещает облигации через российскую SPV, список требований будет соответствовать стандартным требованиям при размещении классических или биржевых облигаций, однако потребуется регистрация юридического лица на территории РФ, что повлечет за собой соответствующие издержки. Такая структура требует наличия обеспечения в форме внешней оферты или поручительства в рамках эмиссионной документации (возможно, потребуется заключение юридического консультанта по структуре выпуска) со стороны головной компании и получения рейтинга для выпуска.

ФАКТОР СПРОСА

Наибольший охват аудитории возможен при размещении через российское SPV. При прямой эмиссии иностранным эмитентом фактически отсекается спрос со стороны негосударственных пенсионных фондов (НПФ). Статья 24.1 75-ФЗ «О негосударственных пенсионных фондах» устанавливает ограничение на инвестирование пенсионных накоплений в облигации иностранных эмитентов: приобретение бумаг возможно только в том случае, если проспект содержит норму или нормы о том, что доходы от размещения таких облигаций передаются российскому юридическому лицу и (или) российское юридическое лицо несет солидарную ответственность по обязательствам по таким облигациям.

УСЛОЖНИТЬ ЖИЗНЬ ИНОСТРАННЫМ ЭМИТЕНТАМ МОГУТ ВСТУПИВШИЕ В СИЛУ В ИЮЛЕ 2017 ГОДА НОВЫЕ ПРАВИЛА ВКЛЮЧЕНИЯ ИНСТРУМЕНТОВ В ЛОМБАРДНЫЙ СПИСОК ЦБ РФ И ПОСТАНОВЛЕНИЕ 580-П

На локальном рынке корпоративных облигаций доминируют коллективные инвесторы (в основном НПФ), обеспечившие около 20% спроса на первичном биржевом рынке корпоративных бумаг за девять месяцев 2017 года, и банки (около 55%)[1].

Роль НПФ на долговом рынке в последние годы выросла на фоне перетока средств пенсионных накоплений из ПФР: объем пенсионных накоплений вырос с 0.4 трлн руб. на конец 2011 года до 2.4 трлн руб. на конец первого полугодия 2017 года. Общий объем средств под управлением НПФ включает средства пенсионных резервов (1.2 трлн руб.) и составляет 3.6 трлн руб. На ОФЗ приходится около 9% общих средств НПФ, в то время как на корпоративные бумаги — 46% портфеля. Объем вложений банков в локальный рынок облигаций на 1 октября 2017 года составлял 6.5 трлн руб., из которых 2.5 трлн руб.[2] — ОФЗ и столько же — корпоративные бумаги.

Между тем усложнить жизнь иностранным эмитентам могут вступившие в силу в июле 2017 года новые правила включения инструментов в Ломбардный список ЦБ РФ и Постановление 580-П, регулирующее порядок инвестирования средств пенсионных накоплений. Суть изменений сводится к обязательному наличию кредитных рейтингов достаточного уровня (не ниже BBB(RU)/ruBBB, а с 1 января 2018 г. — «A(RU)»/«ruA» для Ломбардного списка и не ниже BB+(RU)/ruBB+ для портфелей НПФ) от аккредитованных ЦБ рейтинговых агентств (АКРА и «Эксперт РА»[3]). Что касается спроса банков в условиях профицита ликвидности в банковской системе, то фактор присутствия в Ломбардном списке не выглядит существенным, в случае с НПФ новая регуляция запрещает фондам приобретать не соответствующие критериям бумаги. Вопрос же получения иностранными эмитентами кредитных рейтингов от российских агентств пока остается открытым.

Тем не менее, такие фундаментальные факторы привлекательности российского долгового рынка, как уменьшение волатильности рубля, снижающиеся ставки и высокая емкость будут способствовать расширению предложения со стороны иностранных суверенных и корпоративных заемщиков. Пример сделки КТЖ уже продемонстрировал наличие интереса со стороны локальных инвесторов.

---

[1] Ежемесячный отчет ЦБ РФ «Ликвидность банковского сектора и финансовые рынки».

[2] Без учета РЕПО.

[3] Банк России 11 октября официально одобрил методологию «Эксперт РА» по присвоению рейтингов кредитоспособности нефинансовым компаниям. Как мы понимаем, в скором времени такие рейтинги начнут учитываться при включении облигаций в Ломбардный список и для целей удовлетворения требований Положения 580-П.