Ричард Хейнсворт,
CFA,
генеральный директор,
рейтинговое агентство «Рус-Рейтинг»

Надо переходить на ВАНИЛЬНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

НОВЫЙ ГОД НАЧИНАЕТСЯ С ПОЛОЖЕНИЯ, КОТОРОГО НЕСКОЛЬКО МЕСЯЦЕВ НАЗАД НИКТО СЕБЕ ПРЕДСТАВИТЬ НЕ МОГ: РОССИЙСКИЙ БИЗНЕС СТРАДАЕТ ОТ НЕХВАТКИ СРЕДСТВ. БЫСТРО РАСХОДУЮТСЯ НАЦИОНАЛЬНЫЕ НАКОПИТЕЛЬНЫЕ РЕЗЕРВЫ. МЕЖДУНАРОДНЫЕ РЫНКИ КАПИТАЛА ВСЕ ЕЩЕ ЗАКРЫТЫ ДЛЯ МЕСТНЫХ ЭМИТЕНТОВ. НА СЕГОДНЯШНИЙ ДЕНЬ ПОРТФЕЛЬНЫЕ ИНВЕСТОРЫ МОГУТ ПОКУПАТЬ АКТИВЫ «ПО ДЕШЕВКЕ» НЕ ТОЛЬКО В РОССИИ, НО И В ДРУГИХ СТРАНАХ БЕЗ ОСОБЫХ ПРОБЛЕМ. ЕСЛИ СТОИМОСТЬ НЕФТИ БУДЕТ НИЗКОЙ, ТО ТОГДА ДЛЯ ИНВЕСТОРОВ НЕТ НЕОБХОДИМОСТИ ИНВЕСТИРОВАТЬ В РОССИЮ.

ПОЭТОМУ, ЕСЛИ В СКОРОМ ВРЕМЕНИ ЦЕНЫ НА СЫРЬЕ НЕ ПОДСКАЧУТ ВВЕРХ, НАПРАШИВАЕТСЯ ВОПРОС: ОТКУДА РОССИЯ СМОЖЕТ БРАТЬ СВЕЖИЙ КАПИТАЛ?

ОТВЕТ: из самой России.

Именно домашний рынок корпоративных облигаций, ошеломленный и парализованный кризисом на данный момент, может дать экономике серьезный толчок в сторону оздоровления.

Сегодня как никогда в истории современной России предоставляется возможность реформировать рынок капитала, привести процесс корпоративного финансирования в соответствие с реалиями сегодняшнего дня и к тому же снизить зависимость российской экономики от иностранного капитала. Причина для оптимизма в том, что у всех сторон сильная заинтересованность в успехе: требуется только договориться и сотрудничать, чтобы упростить работу рынка и уменьшить его риски.

В России уже имеются необходимые инфраструктура и законодательство, от которых зависит рынок долговых инструментов, но при этом пока не набирается критическая масса выпусков. Крупные эмитенты — такие как Министерство финансов, Сбербанк и «Газпром» — в состоянии выпускать любые инструменты. Оценить кредитоспособность этих эмитентов относительно легко, поскольку с точки зрения российского кредитора она практически отождествляется с кредитоспособностью самого государства.

Кредитный риск, присущий прочим организациям, в том числе и крупным, и мелким банкам, на порядок выше. Чтобы разместить свои долги, им приходится либо предлагать щедрые проценты, либо какими-нибудь другими условиями выпуска подкреплять ликвидность своих облигаций. Наиболее распространенный вариант — это оферта, дающая обладателю долга право продать его обратно эмитенту еще до окончания срока.

Подобные условия делают выпуск долга почти бессмысленным с точки зрения финансирования предприятий и тем самым задерживают экономическое развитие в России. Главное преимущество долгового инструмента заключается именно в том, что средства предоставлены на средний срок (от 3–5 лет), а при оферте фактический срок сокращен до года. К тому же, когда повсеместно встречаются оферты, становится трудно сравнивать соотношение риска и выгоды по разным облигациям: вместо простого анализа риска приходится взвешивать факторы, способствующие решению воспользоваться офертой.

В итоге выходит, что каждый эмитент предлагает специфический продукт, усложняя для инвесторов взвешенный подход к выбору. Как следствие, инвесторы готовы покупать облигации лишь после тщательного исследования или при очень высоком проценте, что подрывает ликвидность рынка в целом.

А теперь, допустим, фирмы начнут выпускать в основном схожие друг с другом долговые инструменты, так сказать, «ванильные» (plain vanilla, то есть простые, стандартизированные) облигации. Все параметры одинаковы: нет оферт, сроки стандартные (от 3 до 5 лет), везде одинаковые требования к раскрытию информации и условия по управлению рисками. Разница между облигациями сводится к разнице между самими эмитентами. Инвесторы тогда будут анализировать фирмы, их деятельность, управление и так далее. Нет необходимости учитывать дополнительные риски, возникшие из-за специфической структуры долга.

Поскольку инструменты в обращении аналогичны друг другу, они становятся субститутами, то есть в чем-то могут заменять друг друга. Различные риски по эмитентам отражаются в цене, а ликвидность самого рынка повышается.

Подобный рынок — когда он уже работает — самый выгодный вариант для предприятий: они получают доступ к среднесрочным ресурсам в рублях, отпадает необходимость обращаться к международным инвесторам. К тому же новая обстановка принесет пользу и инвесторам, перед которыми откроется намного более широкий выбор инструментов с фиксированным доходом. Для прочих участников рынка (бирж, юристов, инвестиционных банков и других) выгода будет состоять в росте масштаба бизнеса.

А что для этого нужно? Инвесторам, эмитентам и регуляторам необходимо согласовать параметры «ванильных» облигаций. Чаще всего ими будут торговать именно официальные лица — в первую очередь Центральный банк — поскольку любой «ванильный» инструмент автоматически является кандидатом для ломбарда, причем любые облигации эмитента, нарушающего условия «ванильного» выпуска, снимаются со списка ломбарда.

Тут есть выгода и для регулятора, поскольку условия «ванильных» облигаций могут быть жестче, чем какие-либо нормативные требования. А если эмитент не захочет принять данные условия, что тоже допустимо, тогда его долг не будет считаться «ванильным» и будет рассматриваться в таком же порядке, как сегодня рассматриваются любые облигации. При этом в «ванильные» условия должны входить ограничения на структуру капитала (то есть максимальный уровень задолженности), нормы корпоративного управления и так далее. Подобные меры будут увеличивать прозрачность и эффективность рынка, снижать риски, присущие долгам российских компаний.

В подобном подходе можно найти и некоторые отрицательные моменты с точки зрения каждого участника рынка, особенно в самом начале и для первых эмитентов. Однако выгода для экономики в целом от ликвидного и динамичного рынка облигаций значительно их перевешивает.

Чем данное предложение отличается от существующей практики?

Вместо того чтобы акцентировать внимание на отдельных эмитентах и инструментах, необходимо, на мой взгляд, создать ликвидный рынок, на котором торгуются многие схожие инструменты от разных эмитентов. И шансов на успех будет больше потому, что не потребуются какие-либо поправки к законодательству, а нужен будет всего лишь новый подход: со стороны эмитентов — к выпуску, со стороны дилеров — к торгу, со стороны регуляторов — к регистрации корпоративных долгов.