

## **РЫНКИ ЕВРООБЛИГАЦИЙ И ПЕРСПЕКТИВЫ ВЫХОДА НА НИХ БЕЛОРУССКИХ ЭМИТЕНТОВ**

**М. В. Шумак**

Распад СССР и процесс перехода от командно-административной системы к рынку потребовал от субъектов хозяйствования перестройки организации деятельности на основании новых рыночных принципов работы. Одной из сторон этого процесса явился распад старой системы финансирования и необходимость построения предприятиями новой стратегии заимствования, основанной на диверсификации источников инвестиций с целью оптимизации условий привлечения заемных средств.

Однако на сегодняшний день указанная проблема остается нерешенной для большинства белорусских предприятий. Основным источником финансирования нужд реального сектора экономики остается банковское кредитование. Среди внешних источников инвестиций доминируют иностранные кредиты, предоставляемые под гарантии правительства. Но ресурсы банковской системы и возможности внутреннего рынка ограничены, а иностранные заимствования оказываются достаточно дорогими. В связи с чем возникает необходимость поиска альтернативных источников финансирования. Одним из вариантов решения данной проблемы в средние и долгосрочной перспективе могут стать еврооблигационные займы.

Еврооблигации – облигации, выпущенные в валюте, являющейся, как правило, иностранной для эмитента, размещаемые с помощью международного синдиката андеррайтеров среди зарубежных инвесторов, для которых данная валюта также, как правило, является иностранной. Рынок еврооблигаций позволяет эмитенту осуществлять заимствования в практически неограниченных объемах на оптимальных условиях и обходить ограничения и недостатки других источников привлечения инвестиций.

Но для того чтобы получить доступ к ресурсам этого рынка необходимо играть по установленным на нем правилам. Одним из основных условий вхождения на рынок является наличие международного кредитного рейтинга, уровень которого позволяет определить качество ценных бумаг и сопоставить сопряженные с инвестированием в них риски и предлагаемую доходность. Необходимо отметить, что наличие рейтинга формально не является обязательным условием выпуска еврооблигаций. Тем не менее, его отсутствие делает займы более дорогими и требует компенсации путем ужесточения условий выпуска и размещения ценных бумаг.

Очевидно, что присвоение эмитенту соответствующего рейтинга создает выгодные условия для выхода на международные финансовые рынки только в том случае, если полученный рейтинг будет достаточно вы-

соким, так как оценка способности эмитента обслуживать свои внешние обязательства является важнейшим фактором для определения стоимости размещения еврооблигаций.

В большинстве случаев для эмитента даже более выгоден низкий рейтинг, чем полное его отсутствие. Во-первых, кредитный рейтинг выступает ориентиром при определении условий выхода на рынок еврооблигаций. Во-вторых, рынки с повышенным риском, как правило, предполагают большую доходность, что притягивает определенную часть спекулятивно настроенных инвесторов. Кроме того, может иметь место ситуация, когда оценка потенциального заемщика потенциальными инвесторами еще ниже, чем возможный низкий рейтинг.

И, наконец, обладание кредитным рейтингом – стимул к его, как минимум, поддержанию и повышению, а значит, и улучшению общеэкономической ситуации в стране (если это суверенный рейтинг) либо финансового положения корпорации или муниципалитета (для корпоративных и муниципальных рейтингов). А это в конечном итоге способствует тому, что вслед за спекулянтами приходят институциональные и стратегические инвесторы. Таким образом, любой рейтинг может стать началом становления положительной кредитной истории, позволяющим затем подниматься выше и получать доступ к более дешевому капиталу.

В международной практике торговли еврооблигациями существуют серьезные отличия между развитыми и развивающимися рынками. Развивающиеся страны, как малонадежные должники, имеют весьма ограниченный доступ на рынок. По некоторым оценкам, их доля в общем объеме выпусков составляет около 10 %. Еврооблигации этих стран, как правило, являются объектом интереса спекулятивных инвесторов, готовых нести высокие риски заемщика в надежде получить повышенные прибыли. К развивающимся рынкам еврооблигаций относятся и ценные бумаги стран СНГ. Из всех стран СНГ только три выпускают еврооблигации: Россия, Казахстан и Украина. Перспективы выпуска еврооблигаций рассматривались также в Азербайджане и Беларуси, однако до сегодняшнего дня они так и не были осуществлены.

Россия, Казахстан и Украина уже имеют опыт работы на рынке еврооблигаций, которые помогли им и их эмитентам в большинстве случаев успешно решить проблемы недостатка финансирования за счет привлечения иностранных ресурсов. Кроме того, к настоящему времени эти страны, а также многие их эмитенты сформировали себе уже определенную кредитную историю, которая теперь «работает на них», способствуя повышению их кредитных рейтингов, а значит, и улучшению условий выпуска и размещения еврооблигационных займов.

В Беларуси к обсуждению необходимости и целесообразности получения международного кредитного рейтинга и выпуска еврооблигаций подошли лишь в начале 2000-х гг. С тех пор данный вопрос не раз обсуждался на высшем уровне государственного управления. Однако единой точки зрения на сегодняшний день достичь так и не удалось. Еврооблигации как сегмент рынка внешних заимствований для Беларуси и белорусских предприятий по-прежнему остаются экзотикой.

Возможно, если бы в Беларуси мероприятия по получению рейтинга и выпуску еврооблигаций начали проводиться ранее, одновременно с другими странами СНГ, сейчас суверенный рейтинг в условиях положительной динамики внешнего долга, бюджетного дефицита, инфляции и экономики в целом последних лет был бы не ниже рейтинга Украины (BB-/стабильный в иностранной валюте от «S&P»). Тогда сегодня Беларусь уже могла бы привлекать иностранные заемные средства на более выгодных условиях, чем доступные в настоящее время, обеспечив тем самым благоприятные условия для выхода на рынок еврооблигационных займов белорусским субъектам хозяйствования. Таким образом, чем раньше Беларусь начнет осуществлять конкретные шаги в этом направлении, тем быстрее будут получены удовлетворительные результаты.

Прежде всего, Беларусь должна получить суверенный рейтинг и выпустить суверенные еврооблигации для того чтобы подготовить благоприятные условия для непосредственного выхода на рынок еврооблигаций белорусских субъектов хозяйствования.

Необходимость получения суверенного рейтинга связана с тем, что, как правило, он является верхним пределом рейтингов корпоративных и муниципальных заемщиков данной страны. А значит, в случае отсутствия суверенного рейтинга у Беларуси ни одно белорусское предприятие или банк, вероятнее всего, не сможет получить хороший рейтинг, а, следовательно, и возможность доступа к дешевым ресурсам.

На сегодняшний день единственными обладателями кредитного рейтинга международных рейтинговых агентств в Беларуси являются банки: Беларусбанк, Белагропромбанк, Белпромстройбанк и Белгазпромбанк. Агентством «Fitch» первым трем из них присвоены долгосрочные рейтинги в иностранной валюте на уровне ССС+/стабильный, Белгазпромбанку – на уровне В-/стабильный. Очевидно, что указанные значения рейтингов являются заниженными вследствие отсутствия у Беларуси суверенного рейтинга.

Выпуск суверенных еврооблигаций послужит примером и ориентиром для субъектов хозяйствования. В процессе разработки указа президента о выпуске еврооблигаций белорусскими предприятиями практика показа-

ла, что отечественные субъекты хозяйствования, во-первых, не осознают реальных выгод от размещения еврооблигаций, а, во-вторых, боятся выходить на этот рынок. Поэтому государству очень важно правильно определить условия и параметры первого выпуска суверенных еврооблигаций для достижения максимально возможного положительного эффекта при наименьших издержках и формирования положительного имиджа еврооблигационных займов у отечественных предприятий.

Что же касается белорусских субъектов хозяйствования, то их подготовка к выпуску еврооблигаций должна начаться задолго до момента принятия решения о конкретном размещении ценных бумаг.

Отечественные предприятия должны учитывать и быть готовыми к тому, что выпуски еврооблигаций, особенно первые, потребуют у них значительных финансовых и временных затрат, как на подготовительных этапах, так и в процессе размещения и обслуживания эмиссий. В связи с чем круг потенциальных эмитентов еврооблигаций из числа субъектов хозяйствования строго ограничен. В основном, это могут быть крупнейшие банки, а также крупные предприятия-экспортеры с мировым именем и устойчивыми связями на внешних рынках.

Подготовительные мероприятия по выпуску еврооблигаций должны проводиться по следующим основным направлениям: получение и повышение кредитного рейтинга, формирование положительной кредитной истории и имиджа, поиск путей минимизации валютного риска (за счет обеспечения необходимой части выручки в соответствующей иностранной валюте и/или хеджирования с использованием деривативов), выбор схемы эмиссии займа (прямая, через дочернюю структуру либо через посредника), определение параметров эмиссии.

Существенное влияние на момент появления первых выпусков еврооблигаций и активизацию процесса осуществления еврооблигационных заимствований может сыграть создание и совершенствование законодательства, регулирующего выпуск еврооблигаций, особенно в части предоставления эмитентам налоговых льгот. На сегодняшний день нет ни одного нормативно-правового акта, который бы регулировал эту область.

Безусловно, первые выпуски еврооблигаций будут сопряжены с рядом трудностей и, возможно, не все окажутся достаточно успешными. Тем не менее, если белорусские эмитенты преодолеют этот этап и зарекомендуют себя в качестве надежных заемщиков, сформировав положительный имидж для белорусской экономики у иностранных инвесторов, впоследствии они получат доступ к дешевым и практически неограниченным ресурсам мирового рынка еврооблигаций.