Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение высшего профессионального образования
«Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»
(Финансовый университет)

Институт Финансов и Кредита

Кафедра «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг»

Допустить к защите
Заведующий кафедрой
_____проф. Рубцов Б.Б.
«___» _____ 2012 года

Выпускная квалификационная работа (дипломная работа)

«Рынок еврооблигаций российских банков»

Студент группы РЦБ 5-2

Сулицкий Е.А.

Научный руководитель:

к.э.н., доц. Гусева И.А.

Рецензент:

Зам.Директора ООО «Аудит Центр» Романовский И.В.

Москва

2012 год

Содержание

ВВЕДЕНИЕ..... 3

Глава 1 Основные понятия рынка еврооблигаций и его характеристика 4

____1.1 Понятие, структура участников и механизм функционирования рынка еврооблигаций..... 4

____1.2 Понятие и виды еврооблигаций и механизм размещения еврооблигационных займов 16

____1.3 Преимущества и недостатки еврооблигаций с позиций эмитента и инвестора..... 30

Глава 2 Анализ состояния рынка еврооблигаций российских банков 38

____2.1 Этапы формирования и факторы роста рынка еврооблигаций российских эмитентов. 38

____2.3 Цели эмитентов еврооблигаций и влияние эмиссии еврооблигаций на капитализацию эмитентов. 47

____2.3 Текущее состояние и особенности рынка еврооблигаций российских банков. 61

Глава 3 Проблемы и перспективы развития рынка еврооблигаций как источника долгосрочных заимствований для российских банков..... 69

_____3.1 Основные проблемы развития рынка еврооблигаций российских банков и возможные пути их решения 69

_____3.2 Прогноз развития рынка еврооблигаций российских банков в краткосрочной и среднесрочной перспективе. 74

Заключение 80

Список литературы 82

ВВЕДЕНИЕ

В процессе своей деятельности компаниям и банкам необходимо привлекать финансирование для того, чтобы развиваться. С развитием финансовых рынков расширяется круг инструментов доступных для корпоративных клиентов. Кризис показал, что одной из проблем банковского сектора является отсутствие достаточного количества источников «длинных денег». Многие авторы связывают этот факт с тем, что Россия имеет недостаточную монетизацию, а внешние источники финансирования развиты очень плохо. Именно поэтому, данная тема является весьма актуальной.

Целью данного дипломного исследования является выявление факторов и условий развития механизмов внешнего долгового заимствования в форме выпуска средне- и долгосрочных евробумаг российскими банками. Для достижения данной цели решаются следующие задачи.

1. Выявление основных типов евробумаг, эмитируемых российскими банками.

2. Изучение механизма размещения еврооблигационных займов через банковские синдикаты.

3. Анализ тенденций развития заимствований в форме выпуска евробумаг российских банков в исторической ретроспективе.

4. Выявление факторов, способствующих и препятствующих развитию заимствований в форме евробумаг российских банков.

5. Проанализировать на микро- и макроуровне причины и последствия, а также раскрыть цели и определить объемы использования российскими банками средств привлеченных на рынке евробумаг.

6. Выявление проблем и перспектив развития рынка евробумаг как источника длинных денег для российских банков.

Объектом исследования является рынок средне- и долгосрочных внешних заимствований российских банков в форме евробумаг.

Предметом исследования является механизм и формы долгового внешнего заимствования путем выпуска средне- и долгосрочных евробумаг российских банков.

В целом, заимствование с помощью эмиссии еврооблигаций рассматривали многие авторы, такие как Рубцов Б.Б., Максимов К.В , Шарп У. и конечно же Дж.Фабцци. Так же рядом авторов проводилось много исследований на тему сравнения еврооблигаций с казначейскими облигациями США.

Глава 1 Основные понятия рынка еврооблигаций и его характеристика

1.1 Понятие, структура участников и механизм функционирования рынка еврооблигаций

На протяжении последних десятилетий наблюдается активный процесс глобализации финансовых рынков. Наряду с ростом объемов сделок на валютном рынке и рынках капитала, наблюдаются серьезные изменения на фондовых рынках. Эта тенденция связана с удорожанием банковских кредитов, либерализацией национальных рынков капитала и инновациями в финансовой сфере. В качестве источников средств еврорынка выступают национальные банковские валютные счета, открытые иностранцами и размещенные вне страны-эмитента валюты.

Еврорынки – это рынки, на которых осуществляются операции по кредитам и займам, выраженным в валютах, отличных от валюты страны, в кото-

рой размещаются осуществляющие их банки. Поэтому такие операции ускользают от валютного и налогового законодательства данной страны.[1]

Внутри еврорынка, как и на других финансовых рынках, четко отслеживается тенденция секьюритизации, то есть перехода от евровалютных и еврокредитных операций к операциям с евробумагами. Рынок евробумаг является одним из самых объемных сегментов рынка международных ценных бумаг, на который приходится 75% от общего объема операций фондового рынка.[2]

Рынок евробумаг является важнейшей частью еврорынков в целом. Это отчетливо проявляется в том, что многие виды евробумаг были придуманы как аналог синдицированным кредитам, и их размещение осуществлялось аналогично организации банковских синдикатов при предоставлении еврозаймов. Ценные бумаги в евровалютах появились на финансовых рынках несколько позже рынков евровалют, и их формирование можно рассматривать как очередной этап развития еврорынков.[3]

Официальное определение «евробумаги» дается в Директиве Комиссии европейских сообществ от 17 марта 1989г. №89/298/ЕЕС, регламентирующей порядок предложения новых эмиссий инвесторам на европейском рынке. Согласно данной Директиве евробумаги представляют собой торгуемые ценные бумаги, предлагаемые в значительных объемах в одном или более государствах, кроме страны регистрации эмитента, и первоначально приобретенные (в том числе и по подписке) только при посредстве кредитной организации или другого финансового института.

Считается, что рынок евробумаг в своем современном виде сложился в начале 1970-х годов. Международные компании, действующие в разных отрас-

[1] А. Ю Белик . диссертация «Еврооблигации как инструменты заимствования на международных рынках капиталов для стран с переходной экономикой»// Финансовая академия при правительстве РФ., г.Москва 2002гг. стр.10

[2] Л.Г Чувахина. Еврооблигации и рынок евробумаг// ФГОУ ВПО «Академия бюджета и казначейства Минфина Россиии» г.Москва.2011 гг.

[3] А. Ю Белик . диссертация «Еврооблигации как инструменты заимствования на международных рынках капиталов для стран с переходной экономикой»// Финансовая академия при правительстве РФ., г.Москва 2002гг. стр.10

лях экономики в различных странах, проявляли все большую заинтересованность в расширении спектра своих операций на мировых финансовых рынках.

Рынок еврооблигаций представляет собой один из основных видов рынка евробумаг. Другими важными сегментами рынка евробумаг являются рынок краткосрочных евробумаг и рынок еврооакций. Подобное разделение рынка евробумаг определяется основными видами обращающихся ценных бумаг: еврооблигаций, краткосрочных евробумаг (евровекселей, еврокредитных сертификатов) и евроакций. Таким образом, на данный момент на долю еврооблигационных займов приходится более 50% оборота еврорынка около 90% оборота рынка евробумаг.[4]

В свою очередь, международный рынок облигаций включает в себя несколько групп:

- **Глобальные облигации (Global bonds)** – облигации, размещаемые одновременно на рынке еврооблигаций и на одном или нескольких национальных рынках.
- **Иностранные облигации (Foreign bonds)** – облигации размещаемые эмитентом в каком-либо иностранном государстве на фондовом рынке с помощью внутреннего синдиката андеррайтеров из данной страны в валюте страны размещения займа (валюта займа для заемщика является иностранной, а для инвесторов – национальной.
- **Параллельные облигации (Parallel bonds)** – облигации одного выпуска, размещаемые одновременно на нескольких национальных рынках в виде нескольких траншей, каждый из которых номинирован в валюте той страны, на национальном рынке которой происходит его размещение.

[4] Л.Г Чувахина. Еврооблигации и рынок евробумаг// ФГОУ ВПО «Академия бюджета и казначейства Минфина Россиии» г.Москва.2011 гг.

- **Еврооблигации (Eurobonds)** – облигации, размещаемые эмитентом с помощью международного синдиката андеррайтеров среди зарубежных инвесторов в валюте, как правило, иностранной как для эмитента, так и для зарубежного инвестора.

По мнению многих специалистов по международному рынку капиталов, глобальные облигации следует рассматривать как разновидность еврооблигаций с особым механизмом их размещения.[5]

Рынок еврооблигаций является, как считают экономисты из США М.Энг, Ф. Лис и Дж. Мауэр, «расширением оффшорных финансовых рынков, на котором заимствование средств и кредитование осуществляется на более длительные сроки, чем на евровалютном рынке». [6]Таким образом, рынок еврооблигаций предстает как форма международного финансового посредничества. Действуя таким образом, в период первого и второго энергетического кризиса, он осуществлял рециклирование нефтедолларов и посредничество при размещении на международных рынках облигаций других средств.[7]

Анализируя рынок еврооблигаций, необходимо четко представлять круг участников данного рынка. На рынке еврооблигаций существует 4 основные категории участников: эмитенты, инвесторы, посредники и расчетно-депозитарные институты, которые обеспечивают инфраструктуру.

Эмитенты. Фактически, всю совокупность эмитентов можно разделить на две большие группы в зависимости от типа заемщика.

- суверенные заемщики и международные организации
- банки, иные кредитные организации, национальные и транснациональные корпорации.

---

[5] Данного мнения придерживаются Frederick G.Fisher (президент одного из крупнейших в мире инвестиционных банков – Morgan Stanley, автор таких книг «Eurosecurities and their related derivatives», «The Eurodollar bond market», «Eurobonds» ит.д.), J.Orlin Grabb e

[6] Энг.М., Лис Ф., Мауер Л.Дж. Мировые финансы.М.:Дека,1998,с.191

[7] Литвинов Д.М. диссертация «Еврооблигации в системе мирового фондового рынка» //Московский университет потребительской кооперации., г. Москва., 2000гг.

Следовательно, в категорию суверенных заемщиков включаются правительства различных стран, уполномоченные государственные органы, а также региональные и муниципальные органы власти. Как правило, уполномоченные государственные органы (Министерство финансов, Казначейство, Центральный банк) осуществляют заимствование на рынке еврооблигаций от лица государства. В США и Франции собственные еврооблигации могут эмитироваться принадлежащими и контролируемыми государством учреждениями и организациями. В большинстве случаев подобные эмиссии гарантируются государством в целях повышения надежности и ликвидности еврозайма. В ином случае кредитоспособность суверенных эмитентов, выпустивших еврооблигации без явной гарантии государства, обеспечивается статусом самого заемщика, а государство обязуется лишь возместить временный недостаток средств, необходимый для купонных выплат и погашения займа. Из удачных примеров выхода муниципальных органов на рынок еврооблигаций следует привести выпуск среднесрочных облигаций муниципалитетом Нью-Йорка в январе 1997 г. На сумму 300 млн. долл., а так же два последовательных выпуска еврооблигаций правительством г. Москвы в конце 2001 г.

Международные организации представляют собой независимые наднациональные институты[8], и их кредитоспособность в значительной степени зависит от имеющихся соглашений о поддержке с их акционерами.

Основными категориями эмитентов еврооблигаций, образующими частный сектор, выступают банки и компании. Данные эмитенты используют еврооблигации в качестве инструмента заимствования, хотя уровень их активности на рынке постоянно менялся. Для банков и кредитных учреждений характерно привлечение средств через выпуск облигаций с фиксированной и плавающей ставкой от собственного имени и от имени своих холдинговых компаний. В некоторых странах, например в Великобритании, при выборе

[8] Frederick G Fisher, Eurosecurities and their related derivatives, 3rd ed., Euromoney Publications PLC, 1997, p 42

вида ценных бумаг для эмиссии, банки должны учитывать требования своих вкладчиков.

В свою очередь, корпоративным заемщикам более свойственно использование как традиционных форм еврооблигационного выпуска, так и форм, более сложных с точки зрения структуры (конвертируемые еврооблигации, еврооблигации с варрантом и др.) [9]Некоторые корпоративные эмиссии, в особенности с недооцененной стоимостью (выпускаемые заемщиками, которые нечасто выходят на рынок), рассматриваются как сравнимые по уровню надежности и ликвидности с эмиссиями первоклассных банков, муниципальных и даже государственных органов власти.

Таким образом, в зависимости от типа эмитента еврооблигаций, различают такие категории заемщиков , как государства, муниципалитеты, международные организации, банки и компании. На данный момент, приблизительно 4/5 всех еврооблигационных займов приходится на субъекты частного сектора (банки, корпорации), оставшаяся часть – на субъекты общественного сектора (правительства, муниципальные органы власти и международные организации).

Инвесторы. Большинство инвесторов на рынке еврооблигаций являются институциональными инвесторами, кредитными организациями и компаниями по управлению активами. Объясняется это очень высоким порогом входа на данный рынок. Минимальным объемом сделок является 100 000$.

В роли частных инвесторов на рынке еврооблигаций выступают, как правило, физические лица, желающие диверсифицировать свои валютные сбережения или увеличить процентный доход путем приобретения ценных бумаг, номинированных в различных валютах. Фактически участие данной группы инвесторов в рынке еврооблигаций можно обусловить следующими особенностями:

[9] Литвинов Д.М. диссертация «Еврооблигации в системе мирового фондового рынка» //Московский университет потребительской кооперации., г. Москва., 2000гг.стр 31

- невысокий уровень развития национального финансового рынка и присущие ему ограниченное число инвестиционных возможностей, а так же экономическая и политическая нестабильность в стране проживания инвестора;
- высокой популярностью среди частных инвесторов пользуются еврооблигации хорошо известных заемщиков из развитых стран в силу отсутствия у данной группы инвесторов времени и опыта для проведения подробного финансового анализа состояния заемщиков;
- среди инвестиционных стратегий явное предпочтение отдается консервативной стратегии удержания еврооблигаций до погашения взамен активных операций по купле-продаже различных инструментов международного рынка еврооблигаций.

Наибольшую активность на рынке частных инвесторов проявляют швейцарские банки, действующие в интересах лиц, держащих средства в этих банках на кастодиальных счетах. От 40 до 60% всех еврооблигаций, размещаемых на рынке, в конечном счете, оказываются в портфелях, управляемых швейцарскими банками.

Все более важную роль на международном рынке еврооблигаций инвесторы. Одним из главных факторов повышения роли институциональных инвесторов явилась практика выпуска более крупных еврооблигационных займов, что позволило снизить ценовые спреды и повысит ликвидность вторичного рынка еврооблигаций

Особую роль на рынке еврооблигаций играют центральные банки. Накопление валютных резервов органами валютного регулирования стран-производителей нефти обусловило потребность в их организованном и эффективном управлении, что само по себе является ключевой функцией центральных банков. значение данных субъектов в национальных экономических системах предопределило их осторожность и индивидуальность в выборе стратегий инвестирования на рынке еврооблигаций.

Также важными инвесторами являются государственные учреждения и международные финансовые институты. Особенности их инвестиционной стратегии вызваны тем, что данные субъекты являются не только активными инвесторами, но и активными заемщиками на данном рынке. Именно поэтому им необходимо согласовать валюту займа и срок погашения выпущенных ими еврооблигаций с размещением средств в низкодоходные и высоколиквидные инструменты, выпускаемые высоконадежными эмитентами. Подобное размещение средств обусловлено, как и у центральных банков, жесткими ограничениями по инвестированию средств, в силу чего операции со среднесрочными ценными бумагами являются скорее исключением, чем правилом.

Активными инвесторами данного рынка являются крупные национальные и транснациональные корпорации, которые желают сохранить ликвидность и капитальную стоимость активов и размещают средства в краткосрочные активы (евродепозиты и др.) Несмотря на это, некоторые корпорации иногда инвестируют свои кассовые остатки в еврооблигации или в долговые среднесрочные ценные бумаги с плавающей процентной ставкой, обеспечивая тем самым более высокую доходность своих вложений за счет принятия на себя более высокого риска. Также участие корпораций носит опосредованный характер. Большинство пенсионных фондов, инвестирующих в еврооблигации, созданы именно ими. Удовлетворяя потребность в хеджировании обязательств в иностранной валюте, такие фонда позволяют избежать сложных процедур, связанных с востребованием налоговых сумм, удержанных источником выплаты дохода. Подобная схема распространяется и на страховые фонды.

Особой категорией инвесторов на рынке еврооблигаций выступают паевые инвестиционные фонды. Они владеют большими пакетами указанных инструментов.

Последней категорией инвесторов на международном рынке еврооблигаций выступают менеджеры вкладов (управляющие инвестициями), в роли которых выступают банковские трастовые департаменты. В силу того, что они обычно представляют частных инвесторов, которые обычно стремятся увеличить свою доходность в обмен на риск, данная категория инвесторов обычно инвестирует свои средства в еврооблигации корпораций и банков.

Посредники. В качестве посредников на рынке еврооблигаций выступают крупнейшие компании и банки по ценным бумагам. Они выполняют роль андеррайтеров при первичном размещении и маркет-мейкеров для поддержания ликвидности вторичного рынка. Так же к посредникам относят брокеров-дилеров и on-screen брокеров (on-screen brokers).

Невзирая на то, что рынок еврооблигаций изначально был нерегулируемым, со временем возникла необходимость разработки правил, которые были бы способны регулировать деятельность евробондового рынка. Таким образом был создан ряд международных организаций. Несмотря на то, что международные рынки капитала не регулируются законодательством какой-либо отдельной страны, принципы и нормы, разработанные участниками рынка через профессиональные ассоциации (ICMA, EMTA, ISDA) совместно с национальными финансовыми регуляторами соблюдаются всеми профессиональными участниками рынка и являются единым стандартом, охватывающим организацию эмиссий, правила торговли, спорные ситуации и т.д

Таким образом, можно выделить следующие организации и ассоциации, призванные осуществлять контроль за рынком евробумаг:

- Международная ассоциации участников первичного рынка (International Primary Market Association, IPMA). Она объединяла финансовых посредников, которые работают на первичном рынке акций и облигаций. Международная Ассоциация участников первичного рынка - ассоциация профессиональных участников еврорынка, выступающих в роли менеджеров. Ассоциация разработала свод правил, ка-

сающихся технологии размещения ценных бумаг на международном рынке, а также стандартные формы документов: соглашения, заключаемые менеджерами между собой, между менеджерами и эмитентом, стандартные условия непреодолимой силы, форс-мажор и т.д.

- Ассоциация международных дилеров рынка облигаций (Association of International Bond Dealers, AIBD) была создана в 1969г. в Цюрихе. В дальнейшем, в 1992 году, она была переименована в Международную ассоциацию участников вторичного рынка (International Securities Market Association, ISMA). Секретариат располагается в Лондоне, где ведется основная работа. В ISMA насчитывалось 430 членов из более, чем 49 стран. Большая часть из них была из Великобритании (166 членов) и Швейцарии (138 членов), а также 60 из Люксембурга и 57 из Германии. Ее деятельность направлена в основном на решение организационно-технических проблем вторичного рынка еврооблигаций. Ассоциация занимается разработкой системы регулирования рынка, включая правила осуществления соглашений, этику поведения и процедуры решения конфликтов. ISMA предоставляла всем заинтересованным лицам информацию по рынкам евробумаг, а также проводила образовательные семинары с выдачей дипломов для работы на международных фондовых рынках.
- В июле 2005г. IPMA и ISMA объединились и их общее название стало International Capital Market Association (ICMA). Для создания хорошо функционирующего рынка ценных бумаг данная организация способствует установлению связей между эмитентом, ведущими менеджерами(синдикатом), дилерами и инвесторами. Из маленького офшорного рынка международный рынок капиталов вырос в гиганта, чьи годовые обороты составляют примерно 10 трлн. евро. Этот рынок удовлетворяет потребности правительств, корпораций , международных организаций по всему миру. Говоря о долговых рынках, ICMA продолжает играть главную роль. Круг влияния по всему миру очень широк и охва-

тывает как buy-side, так и sell-side. ICMA постоянно стремится совершенствовать механизмы и правовое поле торговли. В настоящее время ICMA работает в сотрудничестве с другими локальными СРО по всему миру, например, такими, как Euro Debt Market Association (AMTE).[10]

Международные центральные депозитарии. Ими выступают Euroclear, который возник в 1968г. в Брюсселе и CEDEL, организованный в 1970г. В Люксембурге. Это произошло в связи с развитием торговли еврооблигациями на вторичном рынке в 1960-х годах. С 2000-х годов эти организации начали расширяться, приобретая другие депозитарно-расчетные системы. CEDEL был переименован в Clearstream.

То есть, при заключении трансграничной сделки по еврооблигации расчет сделки и последующее хранение ценной бумаги будет осуществлено либо через *Euroclear*, либо через *Clearstream.* Оба международных депозитария предлагают своим клиентам возможность расчетов либо на основе свободной поставки, либо на условиях ППП, используя первую модель расчетов (*DVP*-1). Первая модель расчетов предполагает перевод ценных бумаг от продавца к покупателю с одновременным осуществлением денежного перевода от покупателя к продавцу. Расчет сделок осуществляется на валовой основе («сделка за сделкой»). Расчет сделки на условиях ППП осуществляется международными депозитариями только при соблюдении следующих требований:

• реализация успешной квитовки встречных поручений, т. е. совпадении расчетных параметров поручений, присланных покупателем и продавцом;
• наступление даты расчетов;
• наличие у продавца ценных бумаг;
• наличие у покупателя денежных средств[11]

[10] http://www.icmagroup.org/About-ICMA.aspx - официальный сайт ICMA
[11] Мария Иванова, Ирина Тиссен . Новые возможности для депонентов НДЦ при осуществлении расчетов через Euroclear Bank// Депозитариум № 4 - 2009 .стр 5

Трансграничные расчеты и последующее хранение ценных бумаг иностранных эмитентов осуществляются участниками рынка либо напрямую через счета, открытые в международных центральных депозитариях, либо путем использования услуг банка-кастодиана.

Еврооблигации обычно выпускаются в виде глобальных сертификатов и помещаются эмитентом в кастоди в стране инкорпорации эмитента у кастодиального агента, назначаемого МЦД. Как только сертификаты помещены в кастоди у агента, МЦД заносит их на счета своих клиентов в соответствии с поручениями эмитента (и своего агента). Расчеты по транзакциям между клиентами депозитария осуществляются путем изменения в книге записей на счетах в депозитарии по получению сверенных поручений от участников сделки.

Два МЦД установили между собой линию связи, так называемый «мост». Первоначально расчеты по «мосту» проводились один раз в день, сейчас он работает практически в режиме реального времени, и такие расчеты почти не отличаются по стоимости от внутренних. МЦД не связаны с какой-либо одной биржей. Они производят расчеты по ценным бумагам, которые обращаются на 30–40 рынках, а также вне бирж.

На данный момент Clearstream имеет более 2500 клиентов из 110 стран мира. При этом зона покрытия составляет примерно 50 рынков и в день совершается около 250 000 трансакций. На хранении в Clearstream находится ценных бумаг на 10,9 трлн. долларов США, а годовой доход составляет примерно 760,7 миллиона долларов. [12]

Членами Euroclear являются более 2000 финансовых институтов из 90 стран. На хранении в Euroclear находится ценных бумаг примерно на 21 трлн. долларов США. Ежегодный объем сделок составляет приблизительно 525 трлн долларов США.[13]

---

[12] http://www.clearstream.com/ci/dispatch/en/binary/ci_content_pool/attachements/001_about_us/GDB_annrept_full.pdf - Deutche Borse/ Annual report/ 2010.

[13] https://www.euroclear.com/site - About Euroclear

1.2 Понятие и виды еврооблигаций и механизм размещения еврооблигационных займов

Изучая научную литературу, можно сделать вывод о том, что теория права о ценных бумагах США относит еврооблигации к оборотным документам (negotiable instruments) и инвестиционным ценным бумагам (investment securities).[14]

Существует много трактовок понятия «еврооблигация». Авторы закладывают в определение разные особенности этой ценной бумаги. У. Шарп подходит к термину в общем понимании «Термин еврооблигация (eurobond) в широком смысле применятся для облигаций, размещаемых за пределами как страны заемщика, так и страны, в валюте которой указан номинал»[15]. В своем словаре Я.М. Миркин дает определение, акцентирующее внимание на валюте выпуска и рынке: «Еврооблигация (eurobond) - облигация, номинал которой выражен в иной валюте, чем денежная единица страны, где она была выпущена. Размещается на международных рынках).»[16] В отношении оборотных инструментов американская теория ценных бумаг восприняла английскую теорию оборотных инструментов, исторически берущую начало в законе «Об оборотных векселях» 1882г.(Bills of Exchange Act 1882), в соответствии с которым (s.83) под оборотными инструментами понимается «безусловное обязательство или распоряжение в письменной форме уплатить по требованию или в установленную дату определенную сумму денег определенному лицу, его приказу или предъявителю». Однако, еврооблигации , во-первых, не содержат безусловного обязательства или распоряжения на уплату . Во-вторых, сумма выплат точно не определена (она зависит от налогового удержания, если таковое присутствует). А в-третьих, дата выплат оконча-

---

[14] Chalmers & Guest On Bills of Exchange. Sweet & Maxwell . London. 14th Ed. 1991 (классический труд об оборотных документах, претерпевший 14 дополнительных переизданий),P.5-7, 256-297, а также Brannan J.D. The Negotiable Instruments Law.1920. P. 3-28 и Schlesinger Rudolf B., Baade Hans W., Damaska Mirjan R. & Herzog Peter E. Comparative Law. Foundation Press 5th Edition.1992.P.797-841

[15] Шарп У. Александер Г., Бейли Дж. Инвестиции. М.:Инфра - М,2010, с.410

[16] Англо-русский толковый словарь по банковскому делу, инвестициям и финансовым рынкам. Свыше 10000 терминов / Я.М. Миркин, В.Я. Миркин. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2006, стр. 15

тельно не определена(поскольку в случае неисполнения обязательств – default- еврооблигации становятся обязательными к погашению до формальной даты погашения). Таким образом, еврооблигации напрямую не попадают под действие данного закона, однако на основе юридических прецедентов английского права еврооблигации расцениваются как оборотные инструменты по двум факторам : существенные объемы транзакций по данному инструменту и время существование данного инструмента, следовательно, сам рынок расценивает этот инструмент как обращаемый. [17]

Невзирая на большое количество всевозможных определений, существует официальный документ в соответствии с которым ту или иную ценную бумагу можно относить к еврооблигациям. Этим документов является вышеупомянутая Council Directive 89/298/EE, созданная в Люксенбурге 17 апреля 1989 года. В соответствии с ней евробумаги (euro-securities) относят к группе transferable securities, имеющей ряд обязательных признаков: 1. Выпущены на рынок синдикатом из двух участников (по меньшей мере) из разных стран

2. Торгуются в существенных объемах в одном или нескольких государствах, исключая страну регистрации эмитента еврооблигации.

3. Доступны только через кредитные и финансовые учреждения. [18]

Таким образом, данная директива делает акцент именно на участниках рынка и последующем обращении данной ценной бумаги.

Франк Фабоцци в своем определении также отталкивается именно от отличительных признаков еврооблигаций: « Еврооблигации – это облигации, которые в целом имеют следующие отличительные признаки :

- андеррайтером по ним выступал интернациональный синдикат

[17] John Langton, London Observer,14 July 1991.
[18] Council Directive 89/299/EEC of 17 April 1989 - http://formular-ekf.vsb.cz/formulare/f01/ebank/predpisy/direktiva_89_299_EEC.pdf

- во время выпуска они одновременно предлагались инвесторам из разных стран

- они выпущены вне юрисдикции какой-либо страны

- выпускаются без регистрации[19]

По определению еврооблигаций , данному Б.Б Рубцовым, следует, что «Одной из основных групп облигаций размещаемых на зарубежных рынках являются еврооблигации – ценные бумаги, выпущенные в валюте, являющейся иностранной для эмитента, размещаемые с помощью международного синдиката андеррайтеров среди зарубежных инвесторов, для которых данная валюта также, как правило, является иностранной»[20]

Из всех вышеприведенных определений становится очевидными основные характеристика евроблигаций. К ним относятся особенности валюты по отношению к эмитенту и инвесторам, а так же рынок и механизмы размещения.

Так же существует ряд особенностей, которые по тем или иным причинам не содержатся в вышеперечисленных определениях.

• Форма выпуска.

Еврооблигации выпускаются в форме глобального сертификата.

• Единый клиринг.

Расчеты по сделкам производятся унифицировано с 1968-1970гг. и осуществляются через международные центральные депозитарии *Euroclear Bank S.A./N.V.* (далее — *Euroclear*) и *Clearstream Banking S.A.* (далее — *Clearstream*). Обе организации были созданы в конце 1960-х — начале 1970-х гг. для эмиссии и расчетов по евробондам. Таким образом, инвесторы реги-

[19] Level I 2012 Volume 5 Equity and Fixed Income, 7th Edition. Pearson Learning Solutions p. 431 – перевод авторский.

[20] Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки: Учебное пособие для вузов. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007, стр. 74

стрируют свои права собственности на принадлежащую им часть эмиссии через депозитарий – участника данной системы.

• Стандартизированный документооборот.

За десятилетия существования рынка еврооблигаций выработались единые стандарты документооборота, сроков и условий расчетов. Например, по умолчанию, поставка осуществляется по принципу T+3.

• Нулевая налоговая ставка.

Доходы выплачиваются держателям еврооблигаций в полном объеме, без удержания налога у источника выплаты (withholding tax) в стране эмитента.

• Анонимность.

Благодаря бездокументарной форме и институту номинальных держателей (субдепозитариев) еврооблигаций инвестор имеет возможность сохранять анонимность.[21]

Рынок еврооблигаций отличается разнообразием инструментов среди других рынков ценных бумаг. Это позволяет разным инвесторам находить наиболее оптимальную форму вложения средств. Обычно облигации являются предъявительскими ценными бумагами с фиксированной процентной ставкой, купон выплачивается раз в год или раз в полгода, и погашаемые в конце срока.

Еврооблигации, так же как и локальные облигации, могут быть классифицированы по разным признакам. Еврооблигации также могут быть выпущены различными типами эмитентов, например государственные (суверенные), муниципальные, корпоративные или банковские, и на различные сроки (краткосрочные (до 3-х лет), среднесрочные (3-7 лет) и долгосрочные (свыше 7-ми лет) или вечными/бессрочными (perpetual bond, например английские консоли) .

[21] Сорокин М.В., Дипломная работа «Перспективы использования еврооблигаций в инвестиционной деятельности банков»// Финансовая Академия при правительстве РФ., г.Москва ,2011гг стр 8.

По методу выплаты основной суммы долга еврооблигации могут быть:

- Bullet. Облигации без права досрочного отзыва эмитентом. Основная сумма долга выплачивается единовременно в полном размере в конце срока жизни облигации. Большинство облигаций относится к этому типу.
- Callable. Эмитент облигации с опционом на покупку имеет право досрочно погасить облигации в заранее установленные моменты времени.
- Putable. Инвестор облигации с опционом на продажу имеет право досрочно предъявить облигации к погашению в заранее установленные моменты
  времени.
- Restractable . Callable/Putable. Облигация, имеющая черты двух приведенных выше. То есть это облигация с правом досрочного погашения, предоставляемым как эмитенту, так и инвестору.
- Sinking fund. Амортизируемые облигации – основная сумма погашается частями по заранее определенному плану;
  происходит выкуп бондов за счет средств фонда погашения. Для этого эмитент делает регулярные отчисления на специальный счет. На рынке еврооблигаций практикуется погашение путем покупки эмитентом облигаций на открытом рынке или погашение по жребию определенных серий.

По выплате купонного дохода выделяют:

- ✓ Fixed-rate note – ноты (облигации) с фиксированной процентной ставкой по купону.
- ✓ Zero-coupon note – облигации с нулевым купоном.
  - ➢ Capital Growth Bond - такие облигации размещаются по номиналу и погашаются по более высокой цене. По своей сути это структурированный продукт. Например, в 1985 году Deutsche bank

Finance N.V. выпустил облигации, которые были погашены в 1985 году по цене, равной 287% от лицевой стоимости.

- Deep Discount Bond (Deep Concession in the price obligation.) - размещение бондов происходит ниже номинала. Например, в январе 1997 года Мировой банк разместил облигации с нулевым купоном в итальянских лирах с погашением в феврале 2007 года по цене 51,70% к номиналу, что дает доходность в 6,820% годовых.

✓ Floating-rate note (FRNs) – облигации с плавающей ставкой. Как правило, ставка привязана к LIBOR или Euribor. Процентная ставка объявляется обычно в начале периода и рассчитывается как надбавка (премия) к принятой benchmark ставке. Ей также может являться доходность американских казначейских обязательств с соответствующим сроком погашения. Процентный профит выплачивается в конце каждого процентного периода. Как правило, это среднесрочные инструменты, однако известен случай размещения облигаций (нот) на 40 лет (облигации с плавающей ставкой % правительства Швеции 1984 года с погашением в 2024 году) или "вечные" облигации английского банка National Westminster bank (NatWest's FRN's never mature). Например, в 1996 году Китай осуществил выпуск столетней облигации. Также собираются выпустить подобные облигации Малайзия, Таиланд, Южная Корея.[22]

Облигации различают по старшинству выплаты долга:

- Senior debt – главный (основной) долг, который погашается в первую очередь.
- Subordinated. По субординированному долгу выплаты в случае дефолта возможны только после полной выплаты обязательств по главному

[22] http://www.cbonds.info/encyclopedia/eurobonds/ - Рынок Еврооблигаций (Артамонов М.Е.)

долгу. Это более рискованный вид бондов для инвесторов, в то же время дающий более высокие доходности.

По способу обеспечения облигации можно классифицировать следующим образом:

- Secured. Еврооблигация, обеспеченная залогом эмитента определенного актива или денежного потока. Такие облигации несут в себе меньше риска, следовательно, они менее доходные. В случае дефолта активы могут быть проданы, а требования инвесторов удовлетворены хотя бы частично. Залогом могут выступать физические активы, материальное имущество (станки, оборудование); залог пула ипотек. ABS и MBS, являются примером подобных обязательств.
    - ABS и FAB (Asset-backed Securities, Fixed Asset Bonds) – облигации, обеспеченные финансовыми активами эмитента.
- Guaranteed – облигации, выполнение обязательств по которым гарантировано 3-ми лицами. Например, материнская компания дает свои гарантии SPV, через которую выпущены бонды.
    - CLN (Credit Linked Notes) – облигации, платежи по которым гарантирует банк-траст с рейтингом не ниже AAA. CLN также известны как фондируемые деривативы. Они обычно выпускаются высококлассными финансовыми институтами. CLN представляют собой гибридную ценную бумагу, включая в себя по сути обычную облигацию и кредитный деривативъ. Т.е как и облигация CLN имеет срок погашения и регулярные процентные выплаты, но также все CLN привязаны к доходам по лежащим в обеспечении активам.
- Unsecured. Данные облигации не обеспечены активами. Они обычно подкрепляются «добросовестностью» компании - эмитента, т. е. обещанием этой компании выплатить проценты и возместить всю сумму займа по наступлению срока погашения. Также, если привлеченные

средства пошли на конкретный инвестиционный проект, то будущие доходы от его реализации могут быть направлены на обеспечение обязательств по облигациям.

По конвертируемости:

- обычные еврооблигации.
- Конвертируемые еврооблигации (convertibles) – инвестор облигации имеет возможность обменять их на акции эмитента, облигации со встроенным опционом call. Важное значение для держателей конвертируемых облигаций имеют такие параметры, как конверсионная цена и конверсионный коэффициент. Конверсионный коэффициент показывает, сколько акций можно получить в обмен на такую облигацию. Конверсионная цена представляет собой отношение номинальной цены облигации к конверсионному коэффициенту.

По валюте заимствования:

- ✓ Моновалютные заимствования – эмиссия облигаций производится в определенной валюте
- ✓ Двойная валютная деноминация – номинал выражен в одной валюте, а процентные выплаты в другой.[23]

Валюты займа могут быть разнообразными. На данный момент около 80% всех выпусков еврооблигаций номинированы в долларах США и евро. Но в последнее время четко отслеживается тенденция роста доли траншей номинированных в локальных валютах. Например, такие банки как ВТБ, Банк Москвы, Россельхозбанк, МДМ-Банк уже успели выпустить ряд еврооблигационных траншей номинированных в рублях.[24]

---

[23] Максимова В.Ф.,Максимов К.В.,Вершинина А.А. МЕЖДУНАРОДНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ И МЕЖДУНАРОДНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ:Учебно-методический комплекс. – М., 2009. – 175 с.

[24] http://www.bonds.ru/modules/bonds/?id=3288&cat=3288 – **Информационный** сайт, содержащий параметры еврооблигационных траншей.

Для наиболее эффективного использования возможностей рынка еврооблигаций необходимо четко представлять себе не только механизм его функционирования, а также порядок организации и размещения еврооблигаций на международном финансовом рынке.

Успех еврооблигационного займа на мировом рынке во многом зависит от ряда подготовительных мероприятий. В качестве главных результатов подготовительных мероприятий можно выделить следующие:

- Международный аудитор – подтверждение аудитора позволяет значительно снизить стоимость заимствования на рынке еврооблигаций.
- Международный кредитный рейтинг – независимая оценка кредитного риска эмитента, которая расширяет круг потенциальных инвесторов, снижает стоимость заимствования и повышает репутацию эмитента.
- Квалифицированные организаторы – согласование условий выпуска; предоставление рекомендаций по основным параметрам выпуска; налаживание тесных отношений с аудитором и рейтинговыми агентствами;
- Юридический консультант – подготовка проспекта эмиссии и полного комплекта документов, необходимых при выпуске еврооблигаций.

Основными методами размещения евробондов являются :

- открытая подписка – осуществляется через менеджеров займа (синдикат андеррайтеров) среди неограниченного круга инвесторов в различных странах мира; такие выпуски обычно имеют листинг на бирже, а сертификаты еврооблигаций создаются по правилам соответствующей биржи;

- частное размещение (private placement) – еврооблигации размещаются небольшим числом банков и покупаются небольшим числом инвесторов, обычно институциональных. [25]Подобные выпуски обычно не имеют листинга на бирже.

Изучая особенности размещения еврооблигаций, следует отметить три ключевые даты.

- дата объявления о выпуске

- дата подписания окончательных условий (начало размещения)

- дата окончания размещения.

Примерно за две недели до объявления о выпуске генеральный менеджер и эмитент обсуждают базовые условия выпуска (срок, размер купона, объем эмиссии и цену первичного размещения)[26]. Так же выбирается фискальный агент или доверенное лицо (попечитель) и платежный агент, а также агент по прохождению листинга (listing agent).

Несмотря на то, что листинг не является обязательным условием для размещения еврооблигаций, законодательство многих европейских стран запрещает страховым компаниям и пенсионным фондам покупать ценные бумаги, не имеющие листинга на бирже. Обычно еврооблигации проходят процедуру листинга на Лондонской фондовой бирже или Люксенбургской фондовой бирже.[27]

Проспект эмиссии еврооблигаций должен содержать:

[25] Обычно при размещении такого займа принимает участие один менеджер и один инвестор.
[26] В традиционной схеме (кроме размещения методом «купленной сделки»), эти условия остаются предварительными до начала размещения эмиссии.
[27] Согласно Директиве Комиссии ЕС о листинге – European Comission Listing Particulars Directive (8-/390/EEC_ к еврооблигациям и прочим ценным бумагам, продаваемым на еврорынках, применяются особые, упрощенные условия листинга. Это связанно с тем, что подобные ценные бумаги покупаются и продаются ограниченным кругом организаций, которые являются профессионалами в области инвестирования.

- основные данные о заемщике и его финансовом положении, кредитную историю.
- развернутые данные о финансовых показателях эмитента, годовые балансы на последнюю, предшествующую размещению дату
- предварительные условия эмиссии.

Если возникают проблемы с регистрацией проспекта эмиссии и неблагоприятным налогообложением наиболее оптимальным решением является оформление займа через зарубежную компанию.

После того как проспект эмиссии составлен проводится рекламная компания. В рамках нее среди потенциальных инвесторов распространяется информационный меморандум, на основе которого готовился проспект эмиссии, организовывается серия презентаций (road show) в мировых финансовых центрах (Лондон, Цюрих, Франкфурт и др.)

После всех мероприятий, необходимых для эмиссии еврооблигаций, лид-менеджер приступает к формированию небольшой группы банков – со-менеджеров, которые будут ему помогать в определении параметров эмиссии, оценке рынка, организации и проведении эмиссии. Так как продажа еврооблигаций на первичном рынке осуществляется через андеррайтинговые синдикаты, параллельно составляется список потенциальных членов синдиката, которые смогут выступить в качестве андеррайтеров или агентов по размещению (брокеров группы продажи).На современном этапе развития международного рынка еврооблигаций характерно совмещение функций андеррайтеров и агентов по размещению с функциями менеджера займа. В случае невыполнения одним из членов синдиката своих обязательств, последние распределяются между остальными членами пропорционально их доле.

Также в схеме организации еврооблигационного займа принимают непосредственное участие:

- основной платежный агент (principal paying agent) – банк, уполномоченный эмитентом выплачивать проценты владельцам еврооблигаций и производить их погашение после получения денег от эмитента.
- фискальный агент (fiscal agent) – банк, действующий от имени эмитента и отвечающий за распределение ерооблигаций среди инвесторов, в тоже время выступающий как платежный агент.
- попечитель, или доверенное лицо (trustee) - альтернатива фискальному агенту[28]. Он действует не от имени эмитента, а от имени инвесторов и представляет их интересы при любых нарушениях условий займа эмитентом. Так же при этом обязательно должен быть назначен основной платежный агент, действующий уже от имени эмитента еврооблигаций

В комиссионные, которые получает менеджер еврооблигационного займа, включают комиссию за размещение облигаций среди инвесторов (selling concession commission) плату за менеджмент и андеррайтинг (management / underwriting fee).

Во многом андеррайтеры еврооблигационного займа очень похожи на членов группы продажи, но за свои твердые обязательства по покупке они получают скидку в цене от генерального менеджера. Андеррайтеры, которые распространяют еврооблигации напрямую, получают как андеррайтинговое вознаграждение, так и комиссию группы продажи, а ведущие менеджеры, которые выполняют функции простых андеррайтеров и агентов по размещению, получают в качестве дохода всю сумму инвестиционного спреда. Более подробно структура вознаграждения членов эмиссионного синдиката на рынке еврооблигаций (при инвестиционном спреде в 2,5%) рассмотрена в приложении.

[28] Рубцов Б.Б. Зарубежные фондовые рынки. – М: Инфра – 2007. С 304.

После формирования синдиката менеджеров и андеррайтеров, определения остальных участников займа, достижения договоренности о распределении комиссионных между всеми участинками займа, делается публичное объявление о выпуске еврооблигаций. В день объявления о начале размещения публикуется официальное извещение в прессе, которое объявляет о проведении эмиссии, и рассылаются приглашения другим инвестиционным банкам принять участие в размещении.

Стоит учитывать, что во время подписки на эмиссию, пока потенциальные андеррайтеры и агенты по размещению проявляют свое намерение принять участие в размещении, существует неопределенность относительно окончательных условий эмиссии (в основном, это касается цены) и относительно того, как могут измениться рыночные условия в период между подписанием соглашения об участии в выпуске и моментом фактической продажи. Если член группы продажи примерно знает объем своей квоты и точный дисконт, например 1 % от стоимости размещения, он может:

- продавать облигации продавать облигации не ниже цены размещения, получая всю сумму дисконта на каждой проданной облигации, но при этом не быть уверенным в реализации своей квоты и долгое время быть подверженным риску изменения ситуации на рынке.
- продавать все еврооблигации с меньшим дисконтом (например (0,75%), уменьшая свои риски.

Несмотря на то, что фактически облигаций еще не существует , вполне возможно формирование форвардного рынка, на котором дилеры заключают контракты на поставку этих еврооблигаций по заранее оговоренной цене в тот момент, когда они реально появятся. Впервые такой рынок появился в 1977 году и получил название «серого рынка» (grey market). Торговля на таком рынке начинается в день объявления о новом выпуске и основывается на процентном дисконте от еще неизвестной цены размещения.

После того как период подписки на участие в размещении истек, генеральный менеджер начинает предварительное распределение еврооблигаций между членами синдиката. Члены группы продажи имеют возможность вернуть непроданную часть еврооблигаций, в то время как андеррайтеры обязуются выкупить все непроданные облигации по заранее установленной цене. В самом конце периода менеджер и заемщик определяют окончательные ценовые условия.

После этого еврооблигации официально предлагаются к продаже (the offering day), а эмитент и генеральный менеджер подписывает соглашение, устанавливающее окончательные параметры выпуска.

По истечение некоторого времени члены группы продажи сообщают, удалось ли им реализовать всю предоставленную им квоту выпуска еврооблигаций. В течении этого периода на внебиржевом рынке совершаются операции по купле-продаже уже реальных еврооблигаций, хотя ни деньги, ни еврооблигации при этом не переходят из рук в руки.

В конце периода распространения еврооблигаций, то есть в день завершения эмиссии

- участники выпуска перечисляют деньги за купленные ими еврооблигации на специальный банковский счет, открытый генеральным менеджером.
- конечные инвесторы получают документы, подтверждающие их право собственности на еврооблигации, а на их счете депо в банке-платежном агенте производится кредитовая запись на сумму приобретенных облигаций; по желанию можно получить сертификаты еврооблигаций.
- эмитент получает эмиссионный доход в соответствии с условиями соглашения о подписке на еврооблигации.
- синдикат менеджеров расформировывается, а в финансовой прессе появляется сообщение о завершении размещения («tombstone»)

Таким образом, традиционная схема размещения еврооблигаций на международном рынке состоит из следующих этапов : подготовительные мероприятия и формирование синдиката; официальное объявление о выпуске еврооблигаций; установление и подписание окончательных условий эмиссии; завершение размещения (закрытие сделки расформирование синдиката). Также в зависимости от договора с генеральным менеджером и эмитентом могут быть предусмотрены мероприятия, проводимые генеральным менеджером по поддержанию рынка.

Кроме традиционной схемы, на международном рынке встречаются иные способы продажи бумаг при эмиссии.

1.3 Преимущества и недостатки еврооблигаций с позиций эмитента и инвестора

Для последующего изучения привлекательности участия банков на международных долговых рынках следует проанализировать все основные преимущества и недостатки, как инвестирования, так и эмиссии на рынке еврооблигаций.

Преимущества инвестирования в еврооблигации:

1. Надежность

• Международный рейтинг. Для эмитентов еврооблигаций обязательно наличие кредитных рейтингов от международных рейтинговых агентств, что дает дополнительные гарантии кредитного качества эмитента.

• Биржевой листинг. Безусловно, листинг является необязательной процедурой, но по сложившейся практике еврооблигации проходят листинг на одной из ведущих мировых бирж (London Stock Exchange, Luxembourg Stock Ex-

change и других). Соответствие требованиям локальных регуляторов (например, UK Listing Authority (UKLA)) является дополнительной гарантией надежности эмитентов, что позволяет им снизить стоимость заимствования.

• Система ковенант (covenants). «Ковенант представляет собой договорное обязательство заемщика кредитору, которое содержит перечень определенных действий, которые заемщик обязуется выполнять или воздержаться от их выполнения на протяжении действия кредитного договора. При нарушении положений ковенанта, т.е. при их невыполнении или отказа от выполнения, кредитор вправе объявить заемщику дефолт. Ковенанты подразделяют на активные обязательства (совершение определенных действий), пассивные обязательства (воздержание или отказ от совершения оговоренных действий) и финансовые ковенанты. Финансовый ковенант касается экономических показателей деятельности заемщика, а именно поддержания их на определенном уровне. Например, устанавливаются минимальные или максимальные значения для:

- размера собственного капитала;

- коэффициента достаточности собственного капитала;

- доли активов, находящихся в залоге у 3-их лиц;

- размера дебиторской задолженности и пр.»[29]

• Система кросс-дефолтов (cross-default). «Условие кредитного соглашения, согласно которому невыполнение одного долгового обязательства рассматривается как дефолт и по другому долговому обязательству».[30]В большинстве выпусков еврооблигаций кросс-дефолты прописаны в ковенантах.

• Дополнительные факторы. Выход заемщика на международные финансовые рынки стимулирует дополнительную ответственность заемщика в виду

[29] http://www.zanimaem.ru/spravochnik-zaemshika/kreditopedia/finansovyy-kovenant.php- интернет финансовый информационый ресурс
[30] http://www.rokf.ru/glossary/1728.html -Интернет словарь терминов

его возросших репутационных рисков. Для многих компаний выпуск еврооблигаций предваряет грядущее IPO.

2. Быстрое размещение средств

Средний размер сделки на рынке еврооблигаций US$ 1000000-2000000 (для сравнения, аналогичный показатель по акциям на LSE – 43000 фунтов), что упрощает размещение значительных сумм, а также выход из бумаг без существенного влияния на рыночные цены.

3. Произвольный выбор законодательства и применимое право

• Использование в качестве эмитента SPV (Special Purpose Vehicle) – компании специального назначения, предназначенной исключительно для эмиссии и ее дальнейшего обслуживания) является общепринятой практикой поскольку это позволяет выбрать любое из законодательств, оптимально отвечающих интересам как самого эмитента, так и инвесторов. Таким образом решается проблема налогообложения доходов от купонов еврооблигаций.

• Применимое к отношениям между эмитентом и инвесторами право указывается в проспекте эмиссии (в подавляющем большинстве случаев это английское право). Гибкость английского права позволяет инвесторам наиболее эффективно отстаивать свои права.

4. Лучшая возможность диверсификации инвестиций

Многообразие эмитентов различных кредитных качеств и видов деятельности, регионов, форм валют долговых инструментов упрощает международным инвесторам формирование диверсифицированных портфелей.

5. Полная адаптация под цели инвесторов

• Максимальная адаптация финансовых продуктов и услуг на рынке еврооблигаций под конкретные цели инвесторов, недоступная на биржевых рын-

ках. Предоставляется возможность роста капитала за счет использования сложно структурированных облигаций.

• Минимальные сроки реализации инвестиций.

6. Хеджирование

На внебиржевом рынке также существует возможность хеджирования позиции. Это реализуется с помощью CDS (кредитные дефолтные свопы), FRA, процентных свопов и других инструментов. CDS отражает кредитный риск и представляет собой по сути страховку от дефолта эмитента – корпорации или государства.

Таким образом, мы видим, что инвесторы на рынке еврооблигаций, в его широком понимании, хорошо защищены и имеют массу возможностей для реализации своих целей. В целом можно отметить, что дефолтов по еврооблигациям меньше, чем на локальных рынках. Это связано с особой ценностью международной репутации, защитой прав и интересов инвесторов.

Преимущества выпуска еврооблигаций для эмитентов:

1. Торгуемость

Очень важно то, что у еврооблигаций имеется развитый вторичный рынок. Бумаги имеют котировки, по которым легко их купить или продать. Особенно это становится актуальным для эмитентов в моменты финансовых кризисов или когда в целом возможен выкуп бондов с рынка с дисконтом, так называемый buy-back. В 1998 и 2008гг. подобные выкупы производились Правительством Москвы и компаниями. Таким образом, нет необходимости договариваться с кредитором или синдикатом кредиторов о buy-back, урегулировать с ними условия. Рынок еврооблигаций дает возможность в любой подходящий для компании момент выкупить с рынка (полностью или частично) выпуск своих бумаг.

2. Более дешевое зарубежное фондирование

Это связано с тем, что процентные ставки на Западе гораздо ниже. При больших объемах ликвидности в мире, инвесторы заинтересованы во вложениях с более высокой отдачей капитала. Не стоит забывать о проблемах, которые несет спекулятивный капитал, приходящий на локальные рынки. Особенно они проявляются в кризисные времена мировой экономики. При размещении еврооблигаций и привлечении более дешевых денег международных инвесторов также стоит отметить, что объемы заимствований гораздо больше, чем на локальных рынках.

3. Секьюритизация долга

В данном контексте можно привести пример Российской Федерации. Государство обычно заинтересовано занимать в своей национальной валюте, но если это не представляется возможным, то оно выходит на международный уровень. Там 2 пути. В первом случае это межправительственные переговоры (2-х или многосторонние), соглашения с Международным Валютным Фондом и другими международными организациями. Все это ведет к требованиям с их стороны – жесткие условия, гарантии, залоги. Другой путь – это выход на международный долговой рынок, рынок еврооблигаций. Конечно же, это рынок не для всех, требующий хорошей репутации.

Важной операцией по секьюритизации государственного долга СССР стала сделка с Лондонским клубом, осуществленная в 1997г. Основной долг переоформлялся в PRIN (principal – основная сумма), а просроченные процентные платежи в облигации IAN (Interest Arrears Notes). Общая сумма составляла более 32 млрд $. IAN были зарегистрированы на Люксембургской бирже. Эмитентом бумаг выступил ВЭБ, а гарантом – Правительство РФ. На наш взгляд, в настоящее время крайне актуальным является вопрос секьюритизации банковских активов. Это альтернативный способ привлечения фондирования для финансовых институтов. Особенно это касается среднего

размера банков, ограниченных в помощи от государства. На быстрорастущем рынке услуг кредитования способность того или иного банка выдавать кредиты напрямую зависит от его возможностей обеспечить необходимую ресурсную базу.

Активы в наибольшей степени подходящие для целей рефинансирования на вторичном рынке, следовательно, являющиеся «кандидатами на секьюритизацию» должны обладать схожими чертами. В большом потоке активов выделяются однородные классы. Они объединяют кредиты, сходные по назначению, структуре или типу обслуживания или соответствующие одинаковым стандартам андеррайтинга. К ним относятся потребительские кредиты, выдаваемые в розничных сетях, кредитные карты, автокредиты и ипотечные ссуды.

Основная идея секьюритизации заключается в трансформации кредитного риска в обращаемые ценные бумаги (еврооблигации, ABS и CLN) и продажа его на рынке инвесторам. Возникает множество проблем в связи с механизмом секьюритизации, таких как статус SPV (в России он не определен); факт действительной передачи активов (true sale), чтобы это не был обеспеченный займ, и активы при банкротстве не попали в конкурсную массу; ценообразование в России и за рубежом; законодательные моменты (например, это регистрация и перерегистрация закладных), а также прочие моменты. Важный момент заключается в обособлении кредитного риска ценных бумаг от кредитного риска оригинатора (банка).

В мировых финансовых центрах роль банков заключается не в аккумулировании кредитного риска, а в его генерации и распределении среди других участников финансового рынка. На наш взгляд, именно подобные операции демонстрируют тесную связь между коммерческими банками и их инвестиционными подразделениями. Еще до кризиса Городской ипотечный банк провел секьюритизацию закладных. В 2005 году впервые в России банк Союз через Russian Auto Loan Finance B.V. выпустил CLN под выданные авто-

кредиты. Общая сумма составила около 62 млн $. Количество ссуд в портфеле - 4153. Весь выпуск был разбит на 3 класса с соответствующими рейтингами.

«По состоянию на 1 сентября 2007 года было проведено в общей сложности 23 сделки секьюритизации с участием российских оригинаторов (начиная с 2004 г.), из них в текущем году были закрыты 8 сделок. Общий объем секьюритизированных активов в первом полугодии 2007 года составил $2377,9 млн., в качестве оригинаторов приняли участие 7 банков и 1 специализированная организации (АИЖК), на которые пришлось $2255,28 млн. и $122,63 млн. соответственно. Крупнейшей по объему стала сделка с участием ООО «Хоум Кредит энд Финанс Банк» ($452,58 млн)».[31]

4. Реструктуризация долга

В связи с реструктуризацией можно привести пример РФ, которая после 1998 года не сумела обслуживать долг бывшего СССР и приостановила выплаты по своим обязательствам. На конец 1998 года общая задолженность перед Лондонским клубом составляла почти 30 млрд $. После переговоров задолженность ВЭБа (PRIN и IAN) была переоформлена на определенных условиях в суверенные еврооблигации РФ 2010 и 2030 годов погашения. Так появился нынешний benchmark российского рынка еврооблигаций Russia 30. В связи с реструктуризацией ГКО появились другие суверенные выпуски. Это Russia 2005 и Russia 2018. Изначально предполагалось, что возникнут проблемы в связи с голосованием держателей реструктурируемых облигаций в пользу или против замены существующего долга новым. Но на практике обладатели PRIN/IAN просто получили вместо них на свои счета новые суверенные еврооблигации Российской Федерации.

[31] Концепция развития финансового рынка России до 2020 года. Развитие законодательства и регулирования. - Совместный проект Рейтингового агентства «Эксперт РА» и Ассоциации региональных банков России. Осуществляется под эгидой Общественной палаты РФ, 2008г.

Рассматривая последние события, происходящие в мире, можно отметить, что в данный момент проходит реструктуризации долга Греция. В январе 2012 года доходность по 10-летним государственным облигациям достигли максимума – 34,5 %. [32]

Далее мы рассмотрим некоторые недостатки, которые кроются в торговле еврооблигациями и их выпуске для эмитентов. Несмотря на большое количество преимуществ, евробонды остаются противоречивым инструментом в большей степени для компаний, занимающих на долговом рынке, чем для инвесторов.

Недостатки инвестирования в еврооблигации.

Еврооблигации в связи с их внебиржевым характером торгуются со спрэдом. В некоторых бумагах он больше, в некоторых совсем невелик, например, Russia 30 (спрэд составляет 1/16-1/8). В неликвидных бумагах спрэд может достигать нескольких фигур. В данной терминологии фигуры означают проценты от номинала, в которых торгуются облигации. Это означает, что одновременно купив и продав бумагу, инвестор теряет на разнице цен. Это ставит также некоторые преграды на пути активного трейдинга. Эффективность страдает от того, что спрэд может быть большой, и совершение операции по покупке одной и продаже другой бумаги (например, свитч идея) может не оправдывать себя.

Мы считаем, что это основной недостаток для активно управляющего портфелем инвестора.

Недостатки выпуска еврооблигаций для эмитентов

Многие достоинства для инвесторов являются недостатками для эмитентов. Это дополнительное раскрытие информации, не требуемое при размещении локального долга; система ковенант, включая кросс-дефолты; необходи-

[32] http://fincake.ru/blogs/hercy/posts/4527.html -информационный финансовый реурс

мость получения международного рейтинга и некоторые другие. Основным независимым от других недостатком является дороговизна размещения евробондов для эмитентов. Это вытекает частично из других недостатков, а частично из того, что нанять международный синдикат банков для организации выпуска стоит больше, чем организовать эмиссию через местный банк на локальном рынке. Руководитель управления долгового финансирования Альфа-банка Эдуард Джабаров подтвержает данный тезис: «Евробонды — дорогое удовольствие, выпуск локальных рублевых облигаций обходится эмитентам значительно дешевле плюс требования к раскрытию информации для рынка евробондов намного жестче — не все эмитенты готовы их выполнять».[33]

Глава 2 Анализ состояния рынка еврооблигаций российских банков

2.1 Этапы формирования и факторы роста рынка еврооблигаций российских эмитентов.

В целом процесс освоения российскими банками, компаниями и регионами международного рынка капитала можно с некоторой условностью разделить на следующие периоды:

1. Середина 1995 г. – 17 августа 1998 г.
2. 17 августа 1998 г. – конец 2001 г.

[33] «С прицелом на триллион» газета Ведомости 25.04.2011, 73 (2839)

3. Конец 2001г. – начало 2003г.
4. С начала 2003г. По настоящее время.[34]

Развитие и периодизация заимствований российских организаций на международном рынке капитала зависит от развития экономической ситуации в стране, и , как следствие, оценки иностранными инвесторами, банками инвестиционной привлекательности российского рынка, кредитоспособности российских хозяйствующих субъектов международными рейтинговыми агентствами.

Четко просматривается связь с экономическим развитием страны. Несмотря на то, что на первом этапе существовал достаточно высокий риск страны, с точки зрения иностранных специалистов, наблюдалась некоторая эйфория в отношении необходимости вложений капитала в российские долговые бумаги, а так же предоставление синдицированных кредитов. Сейчас мы уже можем точно сказать, что бум рынка ГКО-ОФЗ, доступ иностранных инвесторов на российские фондовые рынки породил их стремление воспользоваться высокой доходностью вложений в российские бумаги, в том числе в еврооблигации. При это следует понимать, что спрос был прежде всего спекулятивного характера.

Объявленный дефолт по многим российским долговым обязательствам, а так же обвал по всему фондовому и валютному рынку в целом привели, с одной стороны, к различным вариантам реструктуризации долгов, а, с другой, фактически заморозили выпуск новых долговых обязательств. Во второй период новые займы, в том числе банками, практически отсутствовали.

По мере улучшения экономической ситуации в России,роста валютных резервов от продаже нефти и газа в 2001 – 2003гг. международные рейтинговые агентства повышали инвестиционный рейтинг страны и рейтинги компаний и банков. Для последних это значило, что они могли возобновить и наращивать

[34] Кормчинский А.В.. диссертация «Синдицированные кредиты и еврооблигации как формы привлечения внешнего долгового финансирования российскими банками»., г. Санкт-Петербург., 2007гг. стр.69

объемы заимствований за рубежом. В данный период возвращалось доверие к российским заемщикам со стороны иностранных инвесторов.

Наконец, с начала 2003г. Экономический рост в стране стал достаточно устойчивым, платежный баланс положительным, благоприятные цены на нефть и газ привели к резкому росту валютных поступлений. Еще больше выросли рейтинги российских заемщиков. Но несмотря на это западные инвесторы сохраняли настороженность в отношение к российскому рынку. Объективными факторами, которые вызывают такаю настороженность является сохраняющийся относительно высокий уровень инфляции (около 10%), отсутствие структурных сдвигов в развитии экономики (положительный тренд обеспечивался благоприятными условиями на некоторых сырьевых рынках).

Очевидно, что развитие предприятий и регионов России в значительной степени зависит от привлечения инвестиций и их эффективного использования. После того как Россия перешла от проблем приватизации к проблемам привлечения финансирования реального сектора. При этом существовало, по меньшей мере 3 ограничения

- Ограниченный объем ресурсов
- Слишком высокая стоимость привлечения ресурсов на внутреннем рынке (в несколько раз выше, чем на международном рынке)
- Фактическое отсутствие рынка долгосрочных кредитов, средний срок привлекаемых ресурсов составлял 3-4 месяца.

Процентная ставка по кредитам в 1995-1996гг. превышала уровень рентабельности промышленности более чем в 2 раза, что делало возможным только краткосрочное кредитование. Именно эти факторы наряду с особенностями российского законодательства и системы взаимоотношений кредитного и фондового рынков, обусловили выход российских банков, предприятий и регионов на международный рынок капитала, предлагавщий им широчайший спектр самых современных финансовых инструментов.

Для российской банковской системы пилотным годом становления рынка внешних заимствований оказался не 1995г., а 1996г. В течение этого года еврооблигации выпускались государством (суверенные).

Таким образом самыми первыми частными заемщиками оказались именно коммерческие банки. В декабре 1996г. «Автобанк» провел частное размещение облигаций с плавающей процентной ставкой. Подобные эмиссии были сделаны «ОНЭКСИМбанком» и «Башкредитбанком» в январе – июне 1997г. Суммы привлекаемые путем частного размещения бумаг, были незначительными (25-50 млн долларов). Это объясняется тем, что инвесторская база была весьма ограниченной.

Первое публичное размещение еврооблигаций российским банком было организованно в июле 1997г., его провел банк «СБС-АГРО». Через короткий промежуток на международный рынок капитала вышли такие банки как «Альфабанк» (это было сделано в рамках программы выпуска среднесрочных евронот) и «ОНЭКСИМбанк» В сентябре того же года был осуществлен дебютный выпуск еврооблигаций банком «Российский кредит» , а так же был осуществлен выпуск еврооблигаций с плавающей купонной ставкой «Внешторгбанком». Параметры выпусков этих облигаций представлены в таблице ниже.

[35]

Таблица 1 Основные параметры пилотных выпусков еврооблигаций крупнейших российских банков.

Название банка	Сумма млн. долл.	Срок, лет	Доходность*
ОНЭКСИМ	250	3	400 б.п.
Внешторгбанк	200	2	220 б.п.
СБС-Агро	200	3	425 б.п.
Альфа-банк	175	3	425 б.п.[36]

[35] Спред в базисных пунктах над доходностью облигаций Казначейства США с соответствующими сроками погашения.

Стоит отметить, что при сравнении условий выпуска еврооблигаций российских банков с суверенными еврооблигациями России, банковские еврооблигации имеют более короткий срок до погашения. Таким образом, срок до погашения банковских еврооблигаций был в два раза меньше срока до погашения суверенных еврооблигаций, а также спред был несколько меньше (у первых выпусков он колебался от 345 б.п. до 375 б.п). Как видно из таблице выше, единственным банком, который привлекал средства на более выгодных условиях являлся «Внешторгбанк». Фактически, срок обращения еврооблигаций в 2-3 года – минимальный. В целом, лишь очень маленькому количеству российских компаний удалось эмитировать еврооблигации с 5-летним сроком до погашения, основная же масса выпусков была рассчитана на 3 года.

Преследуя цель достижения диверсификации, три российских банка («Инкомбанк», «СБС-АГРО» и «АВТОБАНК») в течение 1997 года подготовили и начали реализацию программ выпуска еврокоммерческих бумаг.

Очевидным является тот факт, что цели выпуска еврооблигаций коммерческими банками и государством были разными. Российской Федерацией средства иностранных инвесторов привлекались для финансирования дефицита государственного бюджета, финансирования социальных программ. Коммерческие же банки направляли вырученные средства на финансирование различных инвестиционных проектов. Например, банк «ОНЭКСИМ» направил полученные средства в наиболее перспективные проекты предприятий финансово-промышленной группы ИНТЕРРОС[37].

В начале октября 1996 года, крупнейшими международными рейтинговыми агентствами России были присвоены 3 кредитных рейтинга. Уровень этих

[36] По данным Reuters, 01.10.1998
[37] Эксперт, №26, 1998,стр 7

рейтинговых оценок («BB-» агентства «Standart&Poor's», «Ba2» агентства «Moody's» и особенно «BB+» агенства «IBCA ltd») превзошел все ожидания.

Присвоение рейтингов Российской Федерации было непосредственно связано с ее дебютом на международном рынке капиталом. Пилотный выпуск российских еврооблигаций состоялся в ноябре 1996 года. Спрос со стороны инвесторов был весьма высоким, общая сумма заявок на покупку превысила 2 млрд. долларов. Из-за этого объем эмиссии был увеличен с 300-500 млн. долларов до 1 млрд. долларов. Инвесторская база состояла в основном из специалистов по развивающимся рынкам, но так же присутствовали и инвесторы с более широким профилем, которые не имели доступа к внутренним государственным обязательствам России. В итоге пятилетние еврооблигации разместили со спредов доходности 345 базисных пунктов над доходностью облигаций американского казначейства (для сравнения валютные облигации Минфина торговались со спредом от 380 б.п. по трехлетним облигациям до 620 б.п. по пятилетним бумагам), то есть доходность при размещении составляла 9,36%[38]

Данный успех открыл путь для еврооблигационных займов субъектов Федерации, коммерческих банков и частных заемщиков, а так же дал положительный импульс рынку российских акций и АДР/ГДР, взрыв интереса к которым пришелся на 1996-1997гг.[39]

1997 год был фактически кульминационным с точки зрения тех возможностей, которые предлагал России международный рынок капиталов. Сама Российская Федерация осуществила в 1997 году еще 3 выпуска еврооблигаций.[40]

В результате биржевого кризиса 1997 года в наиболее тяжелом положении оказались развивающиеся рынки. Так как наблюдалось падение цен, а так же

---

[38]Семенкова Е., Александранян В. Развитие рынка ГКО-ОФЗ: уроки и перспективы// Вопросы экономики,№ 5. 1999.

[39] Кутырин К.В. Международный рынок еврооблигаций как форма привлечения инвестиций в экономику России. – М.:Макс-пресс,2001.

[40] Шохин Д.А. Общая характеристика механизма выпуска еврооблигаций. – М.:ГУ ВШЭ, 2002

неопределенность дальнейшего развития событий инвесторы начали выводить средства, инвестированные в ценные бумаги развивающихся стран, и перенаправлять их в безрисковые казначейские обязательства США. Для российских банков и компаний условия выхода на мировой рынок были заметно ухудшены. В связи с этим многие российские банки и предприятия были вынуждены отказаться от программ привлечения средств из-за рубежа или отложить их сроки реализации.

Несмотря ни на что, процесс освоения российскими банками и компаниями источников внешнего финансирования не был полностью остановлен. Если до кризиса большинство российских банков и предприятий рассматривало еврооблигации как единственный способ привлечения ресурсов на международном рынке в силу того, что этот инструмент обеспечивал наименьшую стоимость привлекаемых средств, то теперь спреды по еврооблигациям развивающихся рынков были слишком высоки. российские заемщики были вынуждены осваивать другие инструменты инвестирования.

Многие российские банки начали подготавливать программы выпуска еврокоммерческих бумаг и коммерческих бумаг США. Примером для них послужил «Альфа-банк», который в ноябре 1997 года смог реализовать подготовленную программу выпуска коммерческих векселей США объемом в 77 млн. долларов на весьма конкурентных условиях (3,7% сверх LIBOR). Но данный тип бумаг является инструментом денежного рынка. То есть возможности долгосрочного заимствования все же ухудшились.

Так же российскими заемщиками рассматривались возможности выпуска еврооблигаций в валютах отличных от долларов США (например в немецких марках и итальянских лирах), так как недолоровые эмиссии с последующим использованием операций «своп» обеспечивали более низкую стоимость привлечения ресурсов по сравнению с еврооблигациями номинированными в долларах. Кризис показал, что оптимальная стратегия выхода на междуна-

родный рынок должна предусматривать гибкое использование различных инструментов.

После августа 1998 года в срок погасили свои облигации только Альфа-банк (сумма долга составляла $175 млн) и Внешторгбанк ($200 млн). Прчес Альфа-банком случай был, по российским меркам, уникальный : банк вообще не изменил условий погашения после кризиса (как принято считать, потому, что перед кризисом удачно избавился от ГКО).

ОНЭКСИМ-Банк, задолжавший западным кредиторам $250 млн, провел реструктуризацию, в результате которой кредиторы получили часть долга наличностью, а часть новыми облигациями.

Реструктурировал свой долг в размере $200 млн. «СБС-АГРО» на ту же сумму предпочел дефолт.

Российские банки и субъекты РФ дискредитировали себя в качестве заемщиков на международном рынке капитала. Основной причиной явилось непонимание необходимости инвестиций в реальный сектор, который является базой для всей экономики, так как на нем держатся все месте, бюджет, инфраструктура итд. У субъектов и самой Российской Федерации не было продуманной инвестиционной стратегии. Это привело к неэффективному использованию иностранного капитала. То же можно сказать и о частных заемщиках, в первую очередь, крупных российских банков, которые вкладывали до 100% привлеченных на международном рынке средств в спекулятивные операции. Именно они оказались 17 августа 1998 года в наиболее тяжелом положении , в то время как промышленные предприятия и банки, осуществляющие кредитование реального сектора пострадали в меньшей степени.

Почти 3 года (1999-2001г.) российские банки не эмитировали еврооблигаций.

Возможность вернуться на рынок еврооблигаций появилась у наших банков, после того, как российское правительство успешно погасило свои первые еврооблигации, выпущенные в 1996 году. Это стало сигналом для западных банков и инвесторов к возврату на российский рынок в качестве кредиторов.

В результате уже в декабре 2001 года прогосударственный Газпромбанк смог выпустить двухлетние еврооблигации на 150 млн. евро под 9,677% годовых. В октябре 2002г. Газпромбанк выпустил бумаги еще на 200 млн. евро с той же доходностью. Размещение было признано удачным, но не стоит забывать, что до кризиса банки привлекали средства под меньший процент.[41]

В конце 2002 года Альфа-банк успешно разместил свои 3-летние еврооблигации на сумму $175 млн. Ставка, правда, из-за ухудшившейся конъюнктуры стала несколько выше – 10,95% годовых.[42]

Уже в середине 2003 г. Российские банки стали активно выходить на рынок еврооблигаций и других евробумаг. К концу 2003 года объем международных заимствований составил 3,4 млрд. долларов. Всего состоялось 9 займов, при этом займы Сбербанка и Газпромбанка составили 1/3 от общего объема заимствований. Это связано с тем, что оба банка имеют сильную государственную поддержку.

Стоит отметить, что спектр используемых инструментов был весьма широким, так банк Русский Стандарт и инвестиционный банк ТРАСТ привлекли средства и через кредитные ноты (CLN – credit linked notes), а Альфа-банк использовал выпуск относительно коротких еврокоммерческих бумаг (ECP – eurocommercial papers). [43]

---

[41] www.lin.ru

[42] Информативно-аналитический бюллетень №84 от 13.05.2003г. Информативное агентство CbondsS. www.cbonds.ru

[43] Информативно-аналитический бюллетень №84 от 13.05.2003г. Информативное агентство CbondsS. www.cbonds.ru

Особого влияния заслуживает заем Сбербанка РФ с плавающей ставкой процента (FRN-floating rate notes) на сумму один миллиард долларов. Подобный размер займа был не типичен для российских банков. Это безусловно свидетельствовало о повышении доверия западных инвесторов к российским банкам.

За последние годы основным фактором активного привлечения иностранного капитала корпоративным сектором России явилась недостаточная монетизация её экономики: к примеру, на конец 2009 года денежная масса М2 (в национальном определении) исчислялась в 15697,7 млрд рублей при ВВП объёмом 39016,1 млрд рублей. Таким образом, уровень монетизации экономики России в 2009 году (отношение величины М2 к ВВП) составил 40%, что намного ниже этого показателя в странах с развитой экономикой, в которых он достигает 70-120%. В 2011 году при денежной массе равной 24 543 млрд. руб. объем ВВП составлял примерно 51800 млрд руб. Таким образом коэффициент монетизации составил 47%. Чем ниже коэффициент монетизации, тем более дорогим является привлечение ресурсов в валюте этого государства.

Недомонетизация отечественной экономики является также причиной хронической слабости отечественного финансового (в первую очередь, банковского) сектора. Достаточно сказать, что банковская система России в 2008 году занимала 16-е место в мире по размеру активов, хотя Россия в то время являлась девятой по величине ВВП экономикой мира. Низкая ёмкость национальной финансовой системы обусловилаотносительную дороговизну и малую срочность рублёвых средств по отношению к ресурсам, номинированным в иностранных валютах.

2.3 Цели эмитентов еврооблигаций и влияние эмиссии еврооблигаций на капитализацию эмитентов.

Компании (за границе) обычно используют еврооблигации для финансирования среднесрочных и долгосрочных проектов. В случае же с банками доход от размещения облигаций зачастую трансформируется в краткосрочные кредиты проверенным банковским клиентам. Под более высокую ставку, чем они платят своим клиентам. Таким образом, главная цель для банков - это посредничество в кредитовании реального сектора и других банков.

Исторически цели российских банков, которые выходили на международный рынок заимствований менялись. Так, например, в 2001-2003гг. евробонды нужны были вовсе не для того, чтобы пускать вырученные за них средства в рост. Фактически, выпуская еврооблигации, они платили «за возвращение в приличное общество.[44]

С 2004 по 2008 год наблюдался настоящий бум на банковском рынке, особенно в сфере кредитных операций. Это происходило именно благодаря привлеченным средствам нерезидентов. Именно привлечение иностранного долгового капитала, а в первую очередь долгосрочного, позволило российским банкам количественно пополнить и качественно укрепить своб ресурсную базу. Кроме того, привлекая относительно дешевые деньги с мировых рынков и предоставляя их на внутреннем рынке по значительно более высоким ставкам, банки зарабатывали значительную процентную маржу, увеличивая свою инвестиционную привлекательность.

Склонность российской экономики к долларизации была выгодна российским банкам и их корпоративным клиентам, поскольку давала возможность минимизировать потери при конверсионных операций на всех стадиях кредитного процесса. Чтобы лучше разобраться в целях привлечения средств нерезидентов стоит обратиться к модели, описанной в диссертационной работе Пенкина Сергея Александровича «Современные тенденции заимствований российских компаний на мировом рынке капитала». Мы считаем воз-

[44] Кормчинский А.В.. диссертация «Синдицированные кредиты и еврооблигации как формы привлечения внешнего долгового финансирования российскими банками»., г. Санкт-Петербург., 2007гг. стр.97.

можным ввести предпосылку о том, что еврооблигационные займы имеют те же цели привлечения, что и долгосрочные иностранные кредиты.

В своих моделях автор отследил следующие зависимости:

1. Выданных российскими банками долгосрочных корпоративных кредитов от величины привлеченных долгосрочных иностранных кредитов.
2. Выданных российскими банками ипотечных кредитов от величины привлеченных долгосрочных иностранных кредитов.

Из за того, что процессы кредитования требуют больших временных затрат, временной лаг равен одному году. С целью минимизации фактора гетероскедастичости значения зависимой и независимой переменных были прологорифмированны.

В итоге, автор получил модель, описывающую зависимость между выданными российскими банками долгосрочными корпоративными кредитами от величины привлеченных долгосрочных иностранных кредитов: ln(LCR)=1,733373042+0,9249399*ln(DBL(-1))+E, где LCR является суммарным долгосрочным корпоративным кредитным портфелем российских банков DBL(-1) – объемом накопленной на конец прошлого года долгосрочный задолженностью перед иностранными банками, а E – случайной ошибкой. Автор полагает, что высокие объясняющие качества данной модели дают основания полагать, что динамический рост долгосрочного кредитования имел место, в том числе, благодаря дешевым внешним средствам, привлекаемым в российскую банковскую систему. [45]Но следует заметить, что росто долгосрочных кредитов предприятиям нефинансового сектора не был обеспечен исключительно средствами нерезидентов ,так как объем последних значительно меньше долгосрочных кредитов компаниям реального сектора. По

45 Пенкин С.А. диссертация «Современные тенденции заимствований российских компаний на мировом рынке капитала»., г. Москва., 2011гг.

оценкам экспертов, с 2000 по 2008 годы около 35% роста кредитного портфеля российских банков было обеспечено за счет внешних займов.[46]

Следующая модель этого же автора демонстрирует зависимость выданных российскими банками ипотечных кредитов от величины привлеченных долгосрочных иностранных кредитов. Она задаётся выражением ln(MRT)=-11,31946+2,209943*ln(DBL)+E, где MRT обозначает объем выданных ипотечных кредитов, DBL объем накопленных на конец прошлого года долгосрочной задолженности перед иностранными банками, а E является случайной ошибкой. Несмотря на то, что в этой модели автор использовал маленькое количество наблюдений, из-за чего модель обладает маленькой робастностью, ее объясняющие качества так же высоки и поэтому можно полагать, что в рассматриваемый период времени развитие рынка ипотечного кредитования в России целиком зависело от привлечения отечественными банками иностранных долговых ресурсов.[47]

Ряд ученых доказывали в своих трудах, что выпуск обыкновенных облигаций на территории страны эмитента оказывает отрицательное влияние на капитализацию компании[48], в то время, как выпуск еврооблигаций положительно отражается на стоимости акций компании-эмитента.[49] В большинстве случаев для определения эффекта от выпуска долговых ценных бумаг на стоимость акций используется показатель AR (abnormal return), который показывает разницу между фактическим и прогнозным значением стоимости акции на тот или иной день. Так же в своей статье Kim & Stulz утверждают, что правильный выбор характеристик еврооблигации может в сильной степени поднять капитализацию эмитента. Очевидно, что лишь эмитенты с очень хорошей репутацией могут позволить себе выход на рынок еврооблигаций,

46 Орлова Н. Внешний долг: бремя или возможность?//Банковское обозрение.-2010.№2. – С.12.
47 Пенкин С.А. диссертация «Современные тенденции заимствований российских компаний на мировом рынке капитала»., г. Москва., 2011гг.
48 Mikkelson, W., & Partch, M. (1986). Valuation effects of security offerings and the issuance process. Journal of Financial Economics, 15, 31-60.
49 Kim, Y., & Stulz, R. (1988). The Eurobond market and corporate financial policy: A test of the clientele hypothesis. Journal of Financial Economics, 22, 189-205.

так как размещение облигаций на международной арене стоит намного дороже, нежели размещение внутри страны, а проверка кредитоспособности эмитента проводится гораздо более серьезным образом, что отрицательно сказывается на размере купона. Именно поэтому Kim & Stulz утверждают, что особенно сильное влияние оказывают первые размещения еврооблигаций.

Ряд ученых, специализирующихся на изучении евроакций, в своих работах доказывают, что новые финансовые инструменты, которые снижают барьеры для инвестирования и заимствования за рубежом положительно влияют на капитализацию компании.[50]

Данные исследования.

В качестве входных данных использовались характеристики еврооблигационных займов российских банков за последние 7 лет и котировки акций тех же банков на промежуток времени 110 дней до эмиссии – 20 дней после эмиссии. Все эмитенты имеют акции, свободно обращающиеся на бирже. Таким образом, было собрано 48 траншей, таких банков, как Росбанк, ВТБ, Сбербанк, Банк Москвы итд.

Методология.

Для проверки данной гипотезы нам понадобится решить ряд задач :

- Собрать данные по выпускам еврооблигаций российских банков за последние годы.
- По данным о цене на акции банка и индекса в интервале 110 дней до выпуска еврооблигаций – 10 дней до выпуска облигаций построить рыночную модель. На ее основе вычислить показатель средней сверхприбыли на промежуток времени 10 дней до транша – 10 дней после транша. Таким образом, количество регрессий будет равно количеству

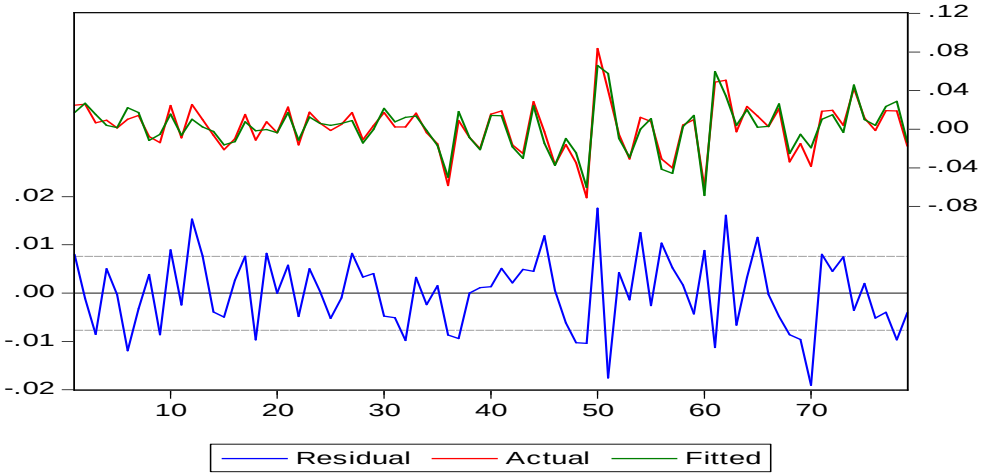
[50] Marr M., Trimble, J., & Varma, R. (1991). On the integration of international capital markets: Evidence from Euroequity offerings. Financial Management, Winter, 11-21.

траншей. Рассчитать Average Abnormal Return по дням в разрезе 10 дней до эмиссии- 10 дней после эмиссии. [51]На базе полученных знаний, сделать выводы о влиянии выпусков на капитализацию банков. В качестве индекса, описывающего поведение рынка, был принят MICEX FNL.

- Произвести анализ влияния характеристик транша, таких как срок до погашения, объема, итд., на капитализацию банка.

Результаты

Для расчета показателя средней сверхприбыльности было необходимо построить ряд регрессий, внизу представлено несколько отдельно взятых прогнозов.



51 Aharony, J., & Swary, I. (1980). Quarterly dividend and earnings announcements and stockholders' returns: An empirical analysis. Journal of Finance, 35, 1-12.

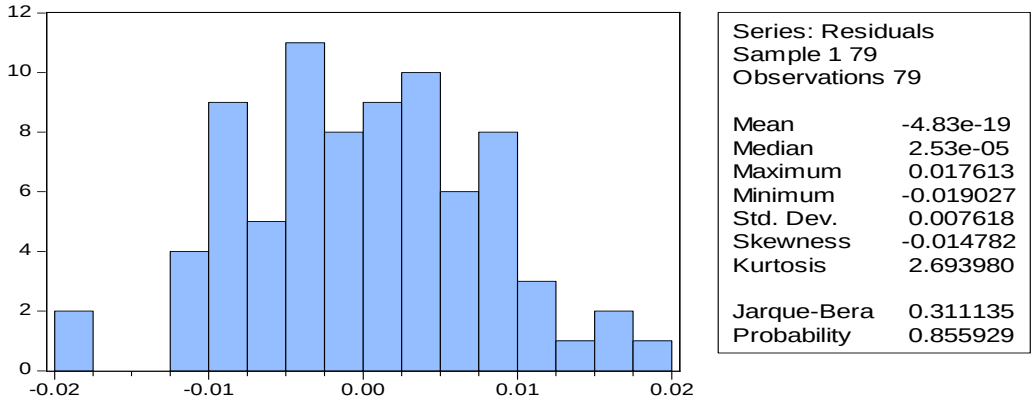
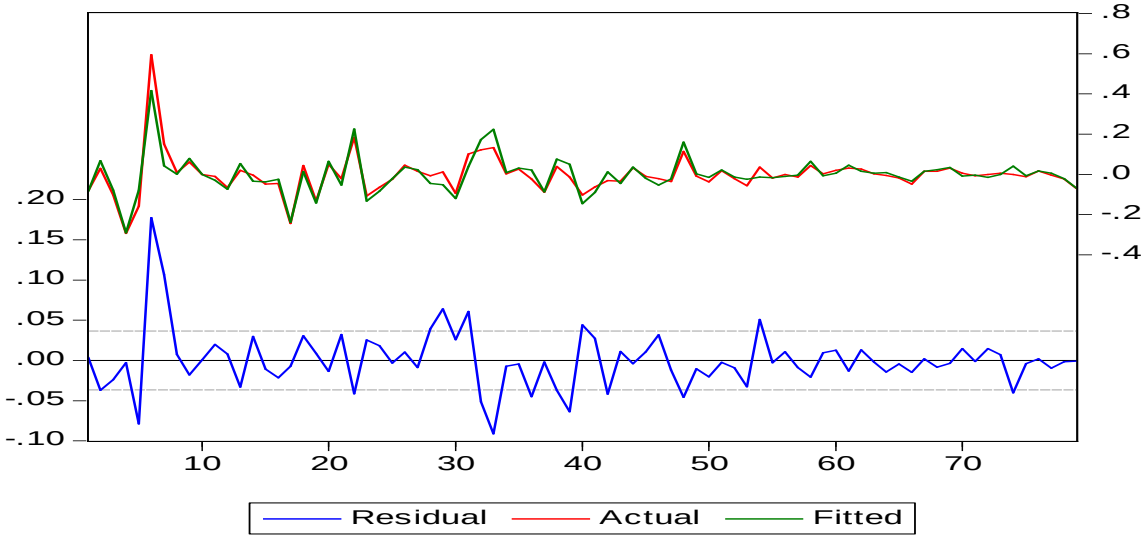
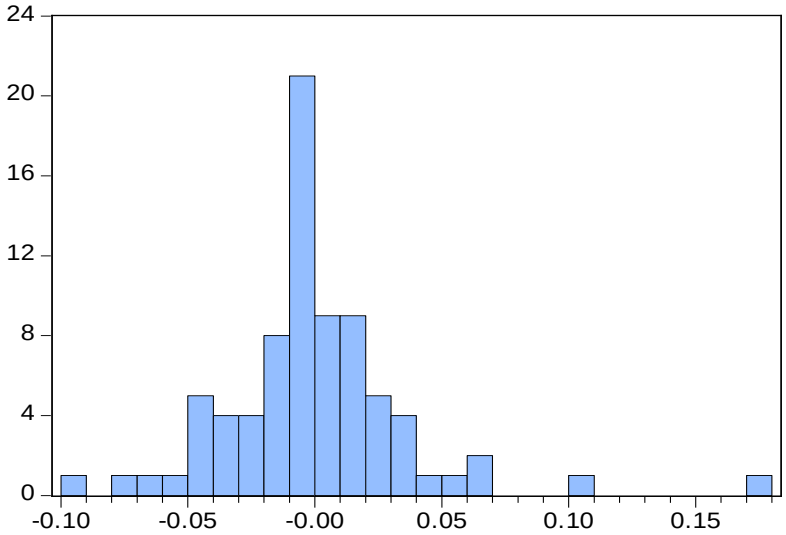


Рисунок 1 Моделирование прогноза поведения котировак акций.

[52]

[52] По расчетам автора на базе данных CBONDS (№12)





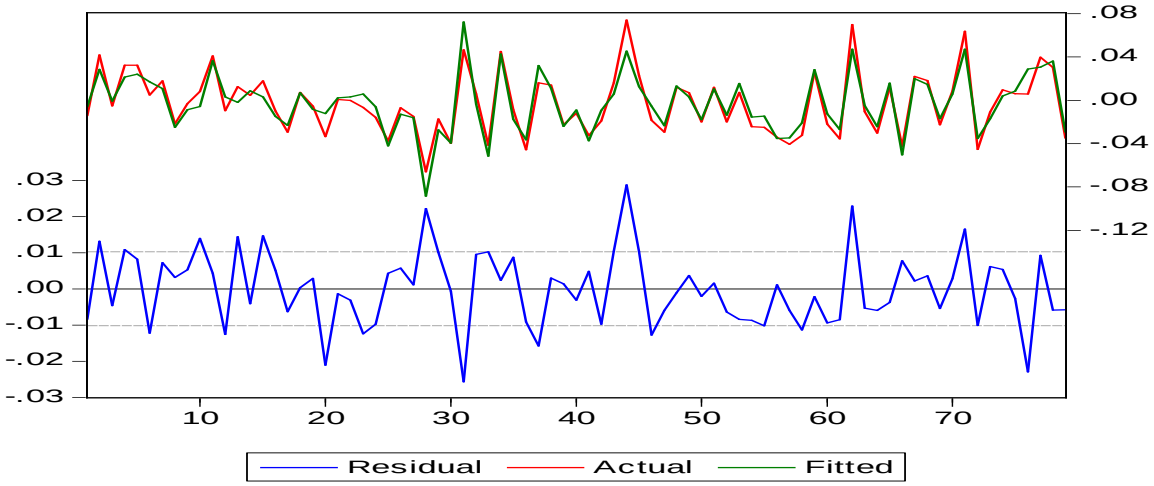
Series: Residuals
Sample 1 79
Observations 79

Mean	1.49e-18
Median	-0.002702
Maximum	0.177174
Minimum	-0.091259
Std. Dev.	0.036530
Skewness	1.443420
Kurtosis	9.614674
Jarque-Bera	171.4555
Probability	0.000000

Рисунок 2 Моделирования прогнозных значений котировок акций.

53

[53] По расчетам автора на базе данных CBONDS (№25)



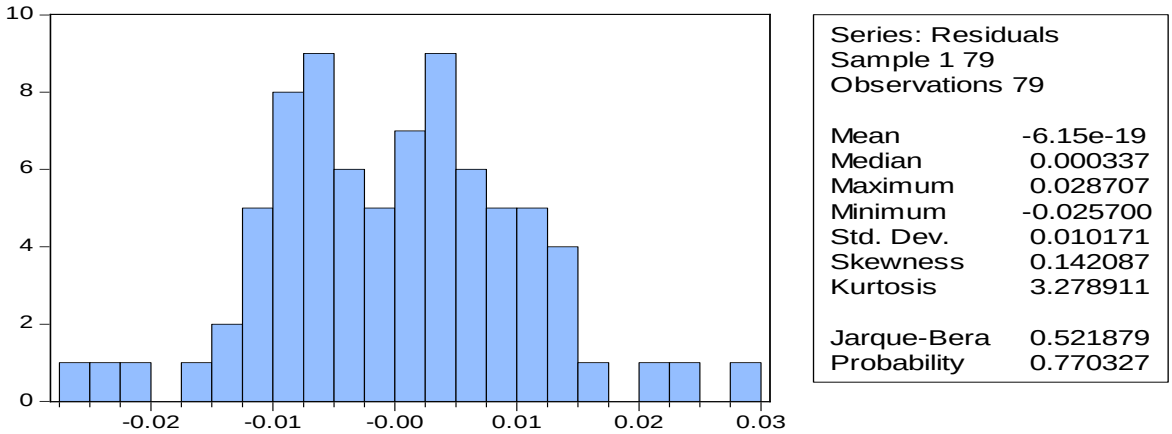


Рисунок 3 Моделирование прогнозных значений котировок акций

[54] Снизу представлена таблица с расчетами AAR по всем траншам.

Таблица 2 Средняя сверхприбыль от 20 дней до выпуска до 10 дней после выпуска еврооблигаций

Средняя сверхприбыль от 20 дней до выпуска до 10 дней после выпуска еврооблигаций.		
Дней до выпуска	Средняя сверхприбыль	t-статистика
-20	-0,002214574	-1,672494979
-19	-0,00233594	-1,764152908
-18	-0,00142984	-1,079846392

По расчетам автора на базе данных CBONDS (№45)

-17	0,000501741	0,378926038#
-16	0,002024094	1,528640534#
-15	0,000841332	0,635392155#
-14	-0,001299006	-0,981037869
-13	-0,001570275	-1,185906325
-12	-0,002424723	-1,831203844
-11	-0,003239549	-2,446578256
-10	-0,003124995	-2,360065162
-9	-0,001543403	-1,165612102
-8	-0,001939775	-1,464960326
-7	-0,001853905	-1,400109683
-6	-0,001074761	-0,811682824
-5	0,000302227	0,228248763
-4	-0,000108602	-0,082018267
-3	-0,000906166	-0,684356579
-2	-0,000753795	-0,569282355
-1	-0,000521727	-0,394019422
0	-0,001919321	-1,449513171
1	-0,002015381	-1,52206032
2	0,000344739	0,260354146
3	0,00189843	1,433736362
4	0,001458104	1,101192428
5	0,00291497	2,201449004*
6	0,00264637	1,998596841*
7	0,00152	1,14793737
8	0,00137	1,034654077
9	0,0013	0,98178854
10	0,001227994	0,92740817

Рисунок 4 Оценка средней сверхприбыльности по дням

Из приведенных выше данных мы можем сделать вывод, о том что еврооблигации действительно имеют положительное влияние на капитализацию российских банков. Оно начинает проявляться через один день после эмиссии, но становится действительно статистически значимым лишь на 5 – 6 день. Возникает вопрос, почему влияние выпуска не наступает мгновенно? Мы предполагаем, что это может быть связано с лагом между моментом начала торгов по еврооблигациям за рубежом и моментом, когда национальные инвесторы узнают об эмиссии. Так же стоит обратить внимание на промежуток времени от-17 до -14 дня, ведь именно в этот момент в ряде банков принималось решение об эмиссии. Это свидетельствует о том, что рынок акций весьма чувствителен к подобным решениям банков. Несмотря на то, что рост сверхдоходности является статистически значимым, мы считаем, что он является скорее спекулятивным, нежели фундаментальным. При проведении

[55] По расчетам автора на базе данных CBONDS
*-статистически значимая величина, #-стоит обратить внимание.

теста Чоу по более расширенному массиву данных, было доказано, что структурных сдвигов в значимых точках не наблюдалось в 46 из 48 траншей. Выпуски по которым, судя по тесту Чоу, были структурными, приведены ниже.

Таблица 3 Выпуски при эмиссии со структурными сдвигами в каптализации[56]

Тип бумаги	Вид облигаций	Объем эмиссии	Валюта	ISIN RegS	Ставка купона	Дата начала начисления купонов	Дата погашения
ROSBANK, 2009 (LPN)	Loan Participation Notes	7 000 000 000	RUR	XS0268908372	8,00%	30.09.2006	30.09.2009
Банк Москвы, 2009	Loan Participation Notes	5 000 000 000	RUR	XS0276030334	7,25%	25.11.2006	25.11.2009

Примечательным является тот факт, что именно эти транши были номинированы в рублях, что является столь нетривиальным для еврооблигаций. Таким образом, можно сделать вывод о том, что наше исследование доказывает положительное влияние от выпуска еврооблигаций, номинированных в иностранной валюте, лишь на короткий промежуток времени. Принятие решения об эмиссии еврооблигаций, повышает интерес инвесторов к банку, поэтому растет волатильность, но все операции, проводимые с акциями данного эмитента, являются в большой степени спекулятивными, нежели стратегическими. Совсем иную ситуацию мы наблюдаем с банками, выпустившими транши, номинированные в рублях. Судя по данным о сверхприбылях, вызванных данными траншами, происходили реальные структурные сдвиги доходностей акций эмитентов.

[56] По расчетам автора на базе ресурса CBONDS

К сожалению, проверить гипотезу о том, что первый транш приносит наибольший прирост капитализации нам не удалось в силу того, что все первые транши, сделанные эмитентами, которые на данный момент представлены на бирже, были слишком давно и собрать необходимую информацию о них почти невозможно. Та же учесть ждала и гипотезу о том, что банки, которые проводят эмиссию очень редко (1-3 раза за всю историю) имеют мультиплицированный эффект от размещения. Это связано с тем, что акции ни одного из подобных банков не были представлены на бирже на момент размещения транша. В силу этих причин проверить данные гипотезы невозможно.

Оценка влияния характеристик траншей на Abnormal Return.

При проведении данного анализа в качестве основных характеристик еврооблигаций были приняты:

- Объем эмиссии
- Сроки до погашения
- Доходность

В качестве репрезентативных показателей abnormal return были отобраны значения с наибольшими коэффициентами t-статистики, которые принадлежат промежутку времени (t+0)- (t+10).

На выходе была получена следующая регрессия:

Регрессионная статистика	
Множественный R	0,419329775
R-квадрат	0,17583746
Нормированный R-квадрат	0,080741782
Стандартная ошибка	0,026496974
Наблюдения	48

	Коэффициенты	*Стандартная ошибка*	*t-*	*P-*

			статистика	*Значение*
Y-пересечение	-0,014174406	0,020540628	-0,690066839	0,4962662
Объем новый	-2,85906E-13	1,85372E-13	-1,542339479	0,1350759
Ставка купона	0,663333263	0,344569052	1,925109811	0,0652213
Кол-во дней	2,241E-06	5,6291E-06	0,398109156	0,6938

Как видно из приведенных выше данных, наибольшую описывающую функцию в себе несет именно ставка привлечения. Он способен описать 94% колебания AR. Высокая значимость подтверждается t-критерием равным 1,925109811. Наблюдается четко выраженная прямая связь (чем выше ставка привлечения, тем выше свердоходность по акциям банка) . Это можно связать с изначально поставленным тезисом о том, что когда эмиссия проводится небольшими компаниями, которые редко выходят на рынок, влияние на колебание стоимости акций оказывается наиболее серьезным. Так как у компаний, которые выходят на рынок еврооблигаций в первый раз или очень редко, у них еще нету долгой кредитной истории, и они вынуждены привлекать средства под более высокий процент. Таким образом, можно сделать утверждение о том, что в случае российских банков наблюдается такая же тенденция.

Так же существует некоторая обратная связь между объемами привлечения и ростом AAR. Этот факт тоже может быть обоснован именно тем фактом, что небольшие банки привлекают гораздо меньшие транши по сравнению с банками-гигантами, которые уже давно используют международный рынок заимствований для финансирования своей деятельности.

Что касается срока до погашения, то данный показатель является статистически незначимым. В среднем он способен описать лишь 30% всех наблюдений.

Таким образом, мы можем сделать вывод о том, что решение о выпуске еврооблигаций, принимаемые банками, которые уже имеют богатый опыт

размещения на рынке еврооблигаций, не оказывает влияния на их капитализацию, но если к привлечению через еврооблигации прибегают небольшие банки, такие как МДМ Банк или УРСА Банк, это отражается на их капитализации в краткосрочной и среднесрочной перспективе.

2.3 Текущее состояние и особенности рынка еврооблигаций российских банков.

Для описания текущего состояния рынка банковских еврооблигаций были собраны все размещения еврооблигаций со сроком погашения с 2007 года и до мая 2012 года. Таким образом, были изучены 135 эмиссий, сделанных 21 банком. В данном исследовании была предпринята попытка распределить траншей по валюте займа. С помощью полученных данных можно делать выводы о том, когда набирают популярность экзотические валюты. Далее транши распределялись по выплате купонного дохода и по видам еврооблигаций, что в свою очередь позволило определить способы обеспечения еврооблигаций российских банков.

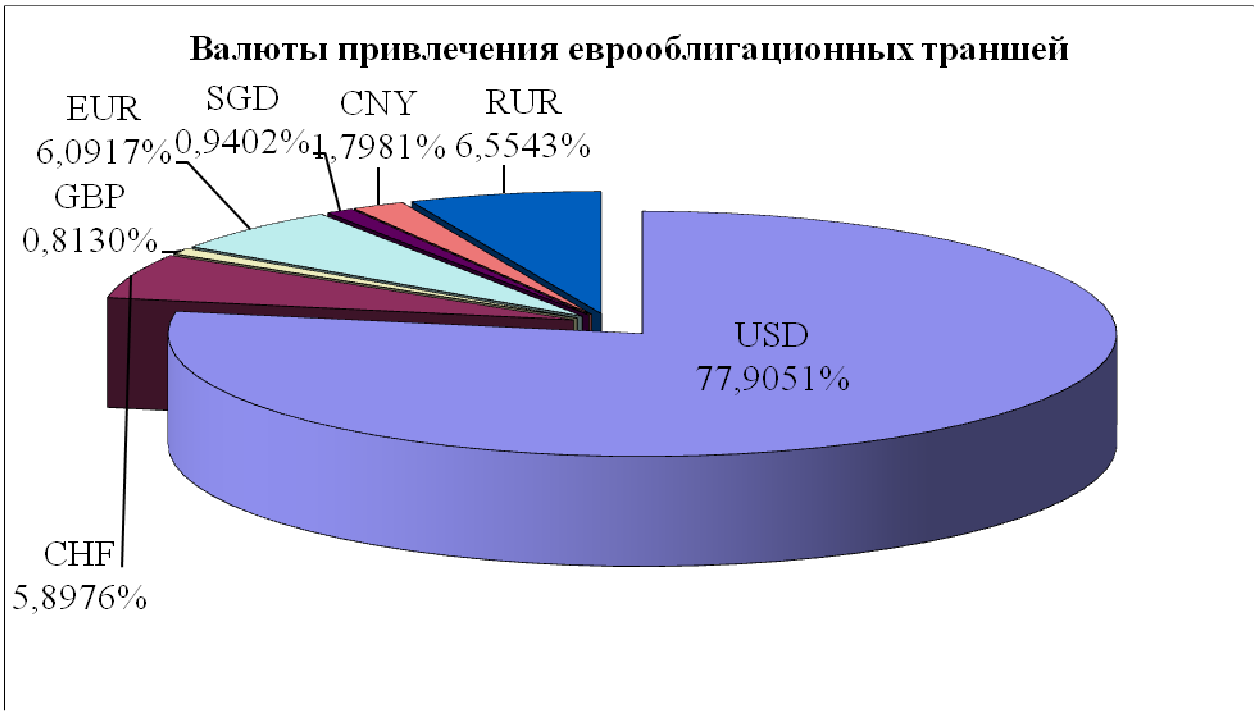


Рисунок 5 Распределение валют привлечения еврооблигационных траншей.

[57]

Как видно из графика наиболее популярной валютой привлечения являлся доллар. Его доля в общем объеме валют привлечения составила 77,7175%. Стоит отметить, что небольшие и средние банки боятся экспериментировать с валютой привлечения и поэтому все их эмиссии номинированы именно в долларах США. Доля траншей номинированных в евро и рублях примерно равны, 6,3888% и 7,7157% соответственно. Примечательным является тот факт, что с точки зрения теории транши привлеченные в национальной валюте не могут являться еврооблигационными. Тем не менее, рубль является второй по популярности валютой привлечения. По всей видимости, практика не противоречит теории лишь потому, что для привлечения траншей российские банки всегда используют свои SPV (Special purpose vehicles). Это те компании, которые создаются специально для реализации определенных проектов, например, с целью экономии на

[57]Рассчитано автором на основе списка ISIN выпусков еврооблигаций российских банков и информационного портала www.cbonds.ru.

налоговых вычетах. Подобные компании располагаются на территории других государств, для которых рубль не является национальной валютой. Так же стоит отметить, что евро теряет свою популярность в качестве валюты привлечения еврооблигаций. Все займы, номинированные в евро, приходились на 2006-2008 год. В свою очередь, рубль достиг пика своей популярности в 2011 году. К заимствованиям в экзотических валютах в основном прибегали большие банки в период с конца 2007 по конец 2010. Фактически этот промежуток времени является пиком кризиса. банки пытались распределить свои валютные риски. Безусловным лидером в привлечении еврооблигаций в экзотических валютах является ВТБ.

Далее следует рассмотреть способы выплаты купонного дохода еврооблигаций российских банков.

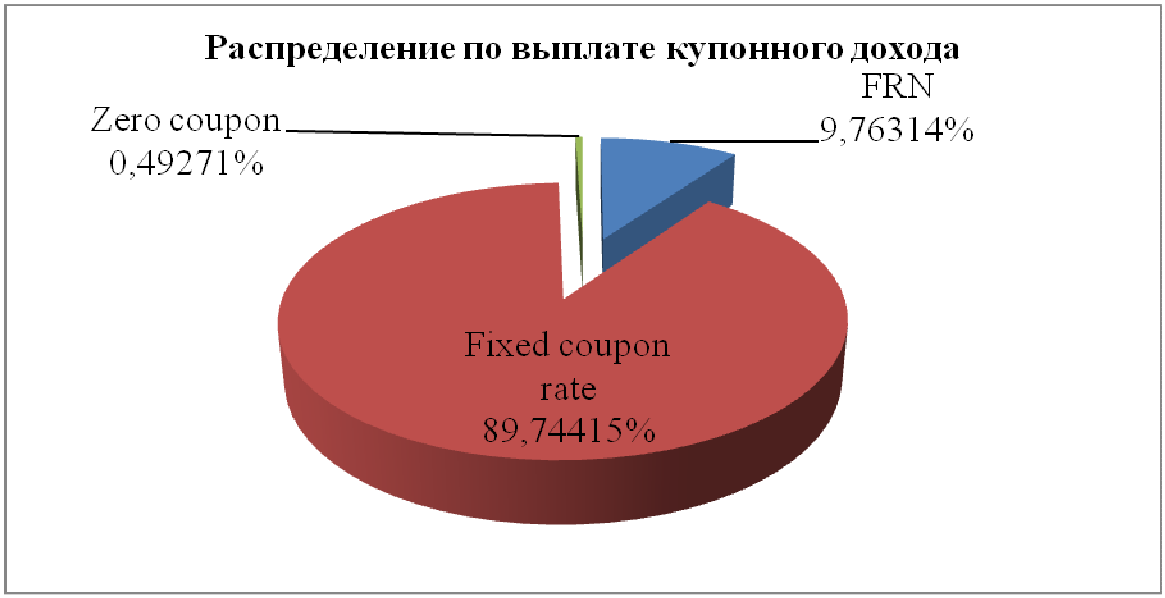


Рисунок 6 Распределение по выплате купонного дохода.

58

Как видно из диаграммы, наиболее распространенными среди банковксих еврооблигаций являются еврооблигации с фиксированной купонной ставкой. Их доля составляет примерно 89,74%. Вторыми по популярности являются FRN.Это облигации с плавающей ставкой. Как правило, ставка привязана к

[58] Рассчитано автором на основе списка ISIN выпусков еврооблигаций российских банков и информационного портала www.cbonds.ru.

LIBOR или Euribor. Процентная ставка объявляется обычно в начале периода и рассчитывается как надбавка (премия) к принятой benchmark ставке. Ей также может являться доходность американских казначейских обязательств с соответствующим сроком погашения. Процентный профит выплачивается в конце каждого процентного периода. Их доля составляет 9,76314%.

Наименее популярными являются облигации с нулевым купоном. Эти облигации являются фактически дисконтными. Все было два подобных выпуска. Эмитентом выступал Банк Русский Стандарт. Первый выпуск был осуществлен 27.10.2011, а второй 30.03.2012. Оба были номинированы в долларах США и были рассчитаны на год.

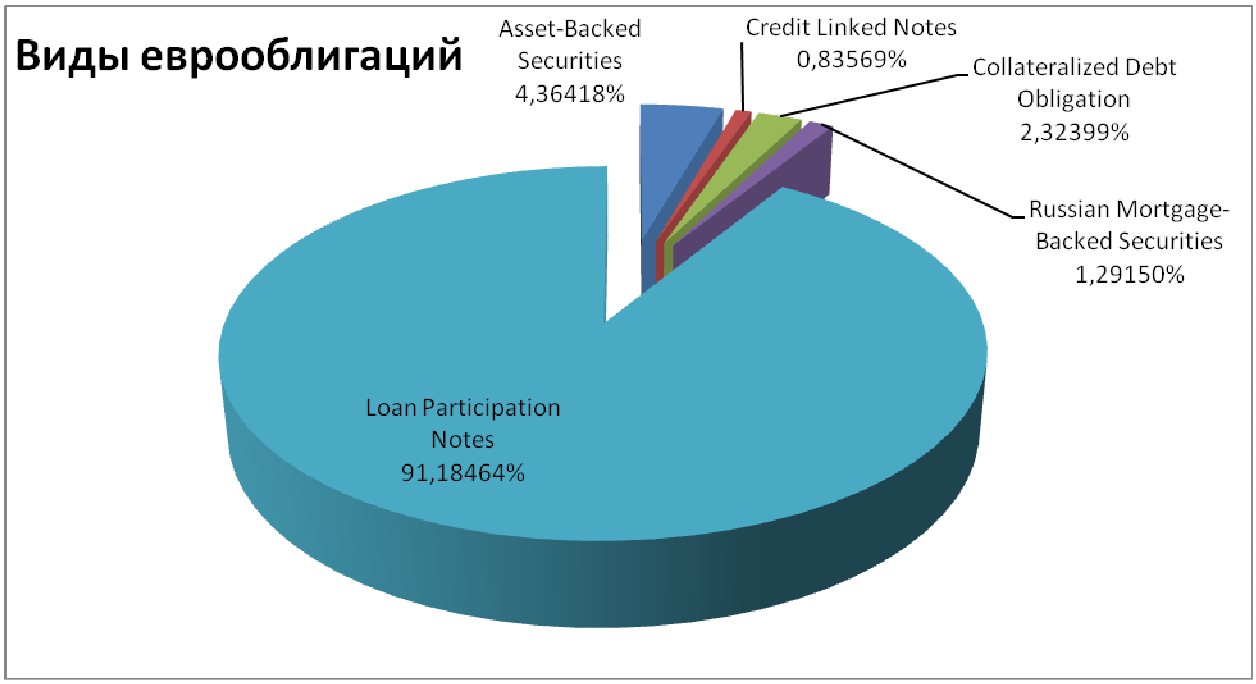


Рисунок 7 Распределение по видам еврооблигаций

59

Наиболее часто среди банковсих еврооблигаций встречаются Loan Participation Notes. Ноты участия в кредите - долговая ценная бумага, одна из

[59] Рассчитано автором на основе списка ISIN выпусков еврооблигаций российских банков и информационного портала www.cbonds.ru.

возможных структур выпуска еврооблигаций, позволяющая инвесторам приобрести доли в выданном заемщику кредите или кредитном портфеле. Кредит предоставляет эмитент нот – специально созданная компания (SPV, Special Purpose Vehicle). В отличие от кредитных нот, кредитное событие или случай дефолта по LPN привязан к данной конкретной ссуде, а не к кредитным событиям самого заемщика. Держатели LPN участвуют на пропорциональной основе в получении процентов и основных платежей по кредиту. Серии нот LPN часто выпускаются в рамках программы среднесрочных нот (MTN, Medium-Term Notes), что позволяет снизить сопутствующие издержки: пишется один базовый проспект программы, а для каждого транша выпускаются небольшие эмиссионные документы, содержащие основные параметры выпуска – Final Terms. Международные инвестиционные банки подписывают соглашение об участии в кредите с местными банками, а также предлагают им LPN в качестве варианта краткосрочного инвестирования, удовлетворяя тем самым потребности местных заемщиков и увеличивая местным банкам доход по кредиту, когда один или несколько банков являются кредиторами заемщика. Доля LPN составляет примерно 91,18464% от всех привлеченных средств еврооблигациями.

Среди защищенных еврооблигаций, которые использую российские бынки можно выделить два типа: ABS и RMBS. Защищенная еврооблигация – это еврооблигация, обеспеченная залогом эмитента определенного актива или денежного потока. Такие облигации несут в себе меньше риска, следовательно, они менее доходные. В случае дефолта активы могут быть проданы, а требования инвесторов удовлетворены хотя бы частично. Залогом могут выступать физические активы, материальное имущество (станки, оборудование); залог пула ипотек. ABS и MBS, являются примером подобных обязательств. Таким образом доля ABS составляет 4,36418%, а доля RMBS составляет 1,29150%. Лишь один банк занимается выпуском Российских ипотечных ценных бумаг. Этим банком является Городской ипотечный банк.

Всего было выпущено 2 транша. Эбе эмиссии было произведены в 2006 году со сроком погашения в 2033. На данный момент, эти транши являются самыми долгосрочными.

Далее стоит описать гарантированные еврооблигации, которые выпускают российские еврооблигации. Стоит отметить, что CLN имеют совсем незначительную долю рынка. Их доля составляет всего лишь 0,83569%. CLN (Credit Linked Notes) – облигации, платежи по которым гарантирует банк-траст с рейтингом не ниже AAA. CLN также известны как фондируемые деривативы. Они обычно выпускаются высококлассными финансовыми институтами. CLN представляют собой гибридную ценную бумагу, включая в себя по сути обычную облигацию и кредитный дериватив. Т.е как и облигация CLN имеет срок погашения и регулярные процентные выплаты, но также все CLN привязаны к доходам по лежащим в обеспечении активам. CLN выпускались такими банками как Банк Москвы, Газпромбанк и Транскредитбанк.

Доля CDO составляет 2,32399% от всех банковских еврооблигаций. CDO (Collateralized Debt Obligation) - многоуровневое долговое обязательство, обеспеченное залогом. CDO придумали в 1987 году в Drexel Burnham Lambert. Инвестиционный дом Bear Stearns первым перенес CDO на ипотечные кредиты subprime. CDO — это ценная бумага, обеспеченная пулом из различных типов долговых инструментов, который может включать продаваемые на свободном рынке корпоративные облигации, выданные институциональными кредиторами кредиты или транши ценных бумаг, выпущенных в рамках сделок по секьюритизации. Все транши были сделаны ВТБ капиталом. Это были несинтетическая сделки CLO по выпуску ценных бумаг, обеспеченных кредитами и облигациями крупных корпоративных заемщиков, с конечным месторасположением рисков в Российской Федерации. На момент закрытия сделок портфели активов включали 20 «старших» кредитов и 9 нот участия в кредите (Loan Participation Notes); в составе заемщиков присутствовали компании, занятые в металлургии и горнодобывающей отрасли (26%),

банковской сфере, телекоммуникационном и иных секторах.

Эмитент – это одна из четырех целевых компаний (SPV), зарегистрированная в Ирландии и осуществляющая текущую деятельность в тесной взаимосвязи с тремя другими эмитентами (Salus Finance Limited, Amicitia Finance Limited and Gaudium Finance Limited). Эти четыре компании не функционируют в режиме общего обеспечения (кросс-коллатерализации) и не представляют собой структуру Генерального траста (Master trust), однако облигации, эмитируемые каждой из них, обеспечены равными по объему активами идентичных заемщиков.

Портфели в обеспечении этих облигаций разделены поровну и переданы в доверительное управление цедентам – VTB Capital plc and VTB Bank (Austria) AG.

Для оценки эмитентов на рынке российских еврооблигаций стоит обратиться к схеме на следующей странице. Как мы видим больше всех на данном рынке привлекает ВТБ. Так же стоит отметить, что данный банк использует максимально большое количество валют привлечения, способов начисления купонного дохода и видов еврооблигаций. Доля данного банка составляет 26,04212%. Этим банком был выпущен самый долгосрочный LPN за всю историю российских банковских еврооблигаций. Он был рассчитан на 30 лет (эмиссия в 2005, а погашение в 2035). На таких условиях банку удалось привлечь 1 млрд. USD. Это свидетельствует о том, что банк пользуется очень большим доверием иностранных инвесторов. На втором месте по объем привлекаемых средств находится Сбербанк. Он привлекает приблизительно 11% от всего рынка банковских еврооблигаций РФ. .Судя по тому, что в феврале 2012 года банку удалось привлечь 750 млн USD под 6,13% на 20 лет , данный банк так же пользуется доверием у инвесторов.

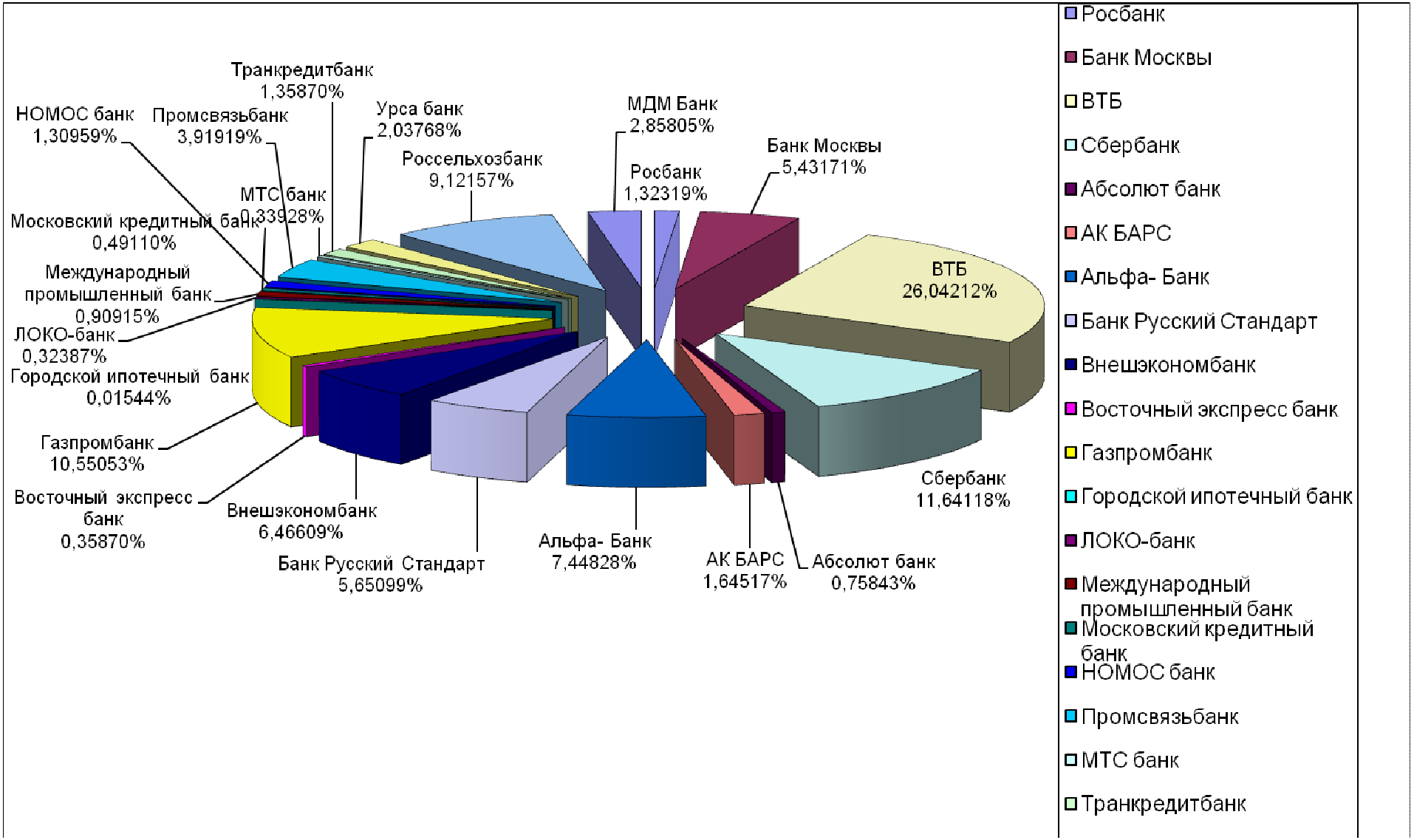


Рисунок 8 Банки эмитенты еврооблигаций

Глава 3 Проблемы и перспективы развития рынка еврооблигаций как источника долгосрочных заимствований для российских банков

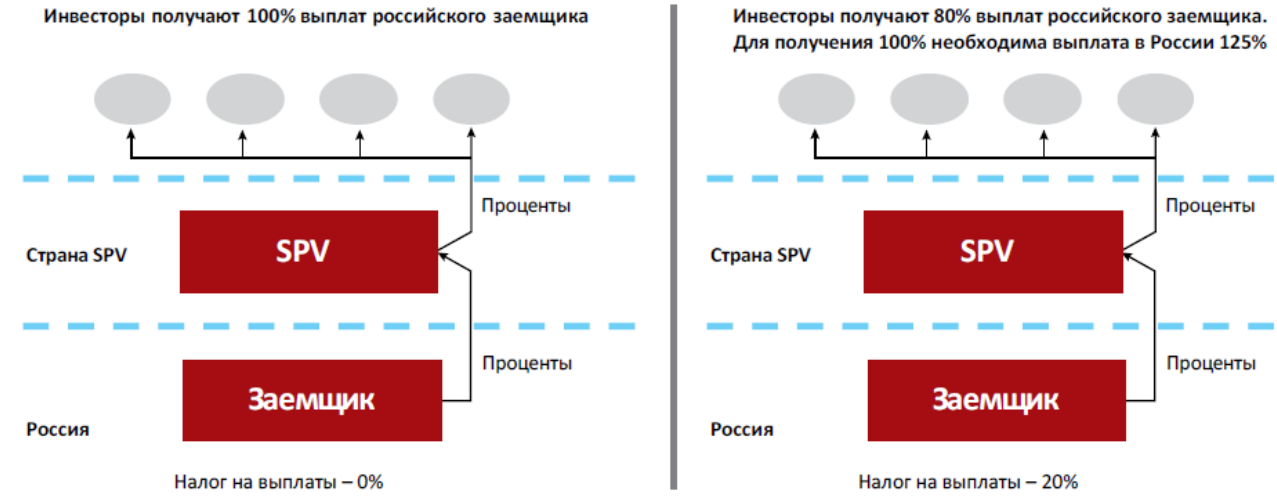
3.1 Основные проблемы развития рынка еврооблигаций российских банков и возможные пути их решения

В последнее время весь финансовый сектор стал активно обсуждать вопросы, бывшие ранее предметом узкопрофессиональных дискуссий экспертов по международному налогообложению, а именно вероятность и условия безналоговой выплаты процентов из России в структурах выпуска еврооблигаций. Все сводится к удержанию 20% налога у источника. Фактически эти расходы могут лечь на российского заемщика и сделать многие из структур финансирования совершенно неэффективными.

В силу предпочтений инвесторов и сложившейся практике, компания, которая выпускает сами долговые бумаги, как правило, находится за пределами России, обычно в Люксенбурге, Ирландии или Нидерландах. Подобные компании называются Компаниями Специального назначения.

В данной схеме проценты в пользу КСН не облагаются налогом у источника в России в соответствии с соглашением об избежание двойного налогообложения. Данный процесс описан на картинке ниже. Например, Соглашение об избежание двойного налогообложения с Люксенбургом предоставляет освобождение от налогообложения процентов в России, если получатель является резидентом Люксенбурга. Соглашения с Нидерландами и Ирландией так же содержат еще одно условие освобождения процентов от налогообложения в России, а именно наличие у получателя процентов, «фактического права на доход» или же статуса бенефициарного собственника дохода в соответствии с терминологией соответствующих английских текстов налоговых соглашений.[60]

[60] Рустам Вохитов., «Еврооблигации : неизбежны лишь смерть, налоги… или их комбинация»// CBONDS REVIEW , апрель 2012 ., стр 46.



[61]

Рисунок 9. Схема работы SPV

Несмотря на то, что существует много точек зрения по поводу точного значения этого термина, преобладающим и отраженным в комментарии к модельной конвенции ОЭСР является понимание данной концепции как направленной на борьбу с уходом от налогов через учреждение компаний в той или иной стране только для получения благоприятных условий налогообложения.

На практике, данный комментарий просто дает негативное определение бенефициарного собственника через указание тех лиц, которые им не являются. Это агенты, номинальные получатели дохода и «кондуиты», то есть посреднические компании. Следуя интерпретации Минфина, бенефициарным собственником является лицо, которое имеет юридическую и фактическую возможность определять судьбу дохода.

[61] Рустам Вохитов., «Еврооблигации : неизбежны лишь смерть, налоги… или их комбинация»// CBONDS REVIEW , апрель 2012 ., стр 47.

В результате, далеко не все компании специального назначения будут квалифицироваться как бенефициарные собственники дохода и будут иметь право применения нулевой ставки налога у источника. Возникает безусловная проблема в том, что целый класс иностранных получателей дохода не подпадает под защиту международных соглашений, но фактически эта проблема не имеет отношения к банкам, выпускающим еврооблигации через SPV, так как они будут облагаться «по заслугам» и в первую очередь.

В своем докладе по вопросам применения соглашений об избежание двойного налогообложения к компаниям специального назначения в сделках предполагающих выпуск ценных бумаг иностранной компанией специального назначения соглашения от 30 декабря 2011 года министр финансов РФ С.Шаталов рассмотрел ситуацию выпуска облигаций ирландской SPV. Точно так же как это происходит и на практике, далее все средства данной компании были переданы российскому юридическому лицу на основе долговых обязательств с процентным платежом. Согласно представленному в разъяснении мнению ирландская компания не будет являться бенефициарным получателем дохода, и именно поэтому она не будет иметь права использования нулевой ставки налогообложения. Ей придется по умолчанию уплатить 20% налога. Фактически подобное определение бенефициарного собственника налога не является новым для Минфина, однако ранее оно не применялось к специальным компаниям, участвующим в сделках секьюритизации и сделках привлечения финансирования через еврооблигации.

Из всего вышесказанного, можно сделать вывод, что банки, которые выпускали свои еврооблигации через SPV, располагающиеся в странах, в налоговых соглашениях с которыми нет требования о бенефициарной собственности на доходы, окажутся в гораздо лучшем положении.

Безусловно, появление законопроета, который снял бы напряженность и разрядил бы ситуацию приветствуется. Но он не до конца решает проблему. В соответствии с этим законопроектом, с налогового агента, то есть с рос-

сийского заемщика, снимается обязанность удерживать налог с выплат в пользу КСН. В то же время, снятие обязанности удержания налога с налогового агента не прекращает самого налогового обязательства. Российский налог будет накапливаться на уровне иностранной компании в размере 20% всех выплат процентов, а так же штрафом и пеней. Действительно, данную задолженность можно было бы погасить за счет причитающихся данной компании платежей. Но при таких объемах, аудиторы безусловно отметят большой налоговый риск и компания будет вынуждена формировать большой резервный фонд.

Возможно лучшим вариантом для государства, было бы освободить от налогообложения еврооблигационные займы, созданные в рамках определенных программ инвестирования в реальный сектор. Это могло бы по способствовать притоку инвестиций в реальные сектора экономики, тем самым помочь достичь инновационного развития экономики.

Таким образом, у российских банков, в свою очередь, остается 2 варианта:

- наделить SPV функциями и полномочиями, нужными для признания его бенефициарным собственником дохода, что фактически является почти недостижимым
- перевести свои SPV на территорию стран без дополнительных условий предоставления нулевой ставки (бенефициарного собственника дохода), например Люксенбург.

Так же присутствует ряд проблем, связанных с привлечением средств в рублевых еврооблигациях. Безусловно, существует круг инвестором, желающих инвестировать в рублевые еврооблигации, однако, например, управляющие западных фондов жалуются, что покупка долговых бумаг, номинированных в рублях, сейчас значительно затруднена. Не хватает инфраструктуры. Все операции на финансовых рынках проводятся через специализированные компании – клиринговые центры. Европейским и американским ин-

весторам проще работать через зарекомендовавшие себя центры, а они не представлены напрямую в России. Ситуацию в корне может исправить создание в Москве Международного финансового центра. Это сделает операции прозрачными и увеличит число желающих вкладываться в российский долговой рынок. “*Сейчас нужен брокер, через которого ведется торговля. Отсутствие такого центра - давно уже сдерживающий фактор для входа западных инвесторов в рубль через облигации на банковском рынке. В перспективе центр сделает облигации на внутреннем рынке более удобными для западных инвесторов*“.[62]

Таким образом, развития в России центрального депозитария, имеющего тесную связь с Euroclear и Clearstream . Стоит отметить , что ММВБ позиционирует НРД как будущий Центральный (расчетный) депозитарий. Получение статуса Eligible securities depository[63] позволило бы вовлечь в работу по акциям, паям и другим финансовым инструментам иностранные депозитарии.

В числе новых сервисов можно выделить:

- Услуги по управлению обеспечением в форме «корзины» ценных бумаг в сделках РЕПО с Банком России (при необходимости можно будет задействовать ценные бумаги разных видов.
- Услуги по кредитованию ценными бумагами, где НРД выступает агентом.
- Расчеты по сделкам с еврооблигациями и АДР на условиях «поставки против платежа» по модели DVP-1 в системах Euroclear и Clearstream с возможностью расчетов в рублях (повышается ликвидность внебиржевого рынка сделок с указанными инструментами)
- Доступ к системе банковских электронных срочных платежей (БЭСП) для тех участников финансового рынка, в том числе иностранных, ко-

[62] Станислав Боженко, главный аналитик Альфа Капитала, Радио Эхо Москвы.
[63] В соответствии с Правилом 17F-7 SEC

торые не имеют юридического права открывать счета в ЦБ РФ или не хотят этого делать (с использованием технологии STP можно проводить электронные платежи в режиме близком к реальному времени)

- Создание системы расчетов на валютном рынке по схеме «платеж против платежа» (предусматривает уход от системы предоплаты на биржевом валютном рынке; скорее всего эта схема будет распространяться на две валютные пары рубль - евро, рубль-доллар .

Но наиболее важным из всех нововведений, которое действительно может сыграть решающую роль в становлении НДР как ЦД, является введение системы расчетов «поставка против платежа» по модели DVP-3 (исполнение поручений на перевод ценных бумаг и денежных средств с использованием неттинга).[64]

3.2 Прогноз развития рынка еврооблигаций российских банков в краткосрочной и среднесрочной перспективе.

Европейский сегмент рынка еврооблигаций оценивается в сотни миллиардов долларов. В последнее время интерес азиатских и американских инвесторов к инструментам развивающихся стран неуклонно растет. Таким образом, потенциально объем рынка оказывается в несколько раз больше, а это открывает перед российским сегментом широкие горизонты для развития и совершенствования. Тем не менее, рынок российских еврооблигаций и сегодня не стоит на месте. Видится, что в краткосрочной и среденесрочной перспективе рынок российских банков будет развиваться в том же ключе, что и сейчас. Можно выделить ряд тенденций, которые наблюдаются на данном рынке.

1. **Увеличение сроков заимствований.**

[64] Ирина Кузетенко, Илья Фастов , «Национальный расчетный депозитарий :взгляд в будущее» //РЦБ №10-2010 стр70

С 2010 года наблюдается тенденция увеличения сроков заимствований российских банков. В таблице ниже приведена динамика средневзвешенного срока до погашения еврооблигаций российских банков. В 2012 годы средневзвешенный срок до погашения составил 5,15 года. Наименьший уровень данного показателя наблюдается в 2009 года. Это связано с тем, что именно в этот период времени были понижены рейтинги ряда российских банков в силу недостаточной ликвидности и высокого кредитного риска. Поэтому банки стали привлекать меньше средств и на меньший срок. При изучении данных о выпусках просматривается зависимость: чем крупнее компания и выше ее кредитный рейтинг, тем на больший срок привлекались средства. Но этот факт вполне логичен, так как мелким компаниям с отсутствием кредитной истории сложно рассчитывать на существенное по сравнению с рублевым рынком снижение ставки заимствования, привлекая деньги на длительный срок.

Динамика среднего срока до погашения еврооблигаций российских банков.

Таблица 4

Год	2005г.	2006г.	2007г.	2008г.	2009	2010	2011	2012
Ср.срок	7,098288	6,073973	4,465982	5,225922	3,710959	4,794886	5,04589	5,153425

[65]

[65] Рассчитано автором на основе выборки осуществленной при помощи информационного портала CBONDS

Рисунок 10. Динамика среднего срока до погашения еврооблигаций[66]

2. Снижение стоимости заимствований.

В последние годы наблюдается тенденция уменьшения стоимости еврооблигационного заимствования российскими банками. В 2012 году средневзвешенная ставка купона на рынке еврооблигаций российских банков составила 5,79%. В периоды сокращения суверенных спрэдов это сужение особенно заметно; при расширении спрэдов оно менее очевидно. Происходит это по следующим причинам: улучшение кредитного качества заемщиков, сокращение маржи в Европе, а также увеличение интереса инвесторов к долгам развивающихся рынков, подтверждением чему служат частые факты "переподписки" при первичных размещениях. За последние несколько лет часто были случаи, когда спрос на еврооблигации превышал предложение в 1,5-2 раза.

Динамика средней ставки купона еврооблигаций российских банков.

Таблица 5

Год	2007	2008	2009	2010	2011	2012

[66] Построено автором на основе выборки осуществленной при помощи информационного портала CBONDS

Ставка купона	7,32%	7,96%	9,06%	5,92%	6,42%	5,79%

[67]

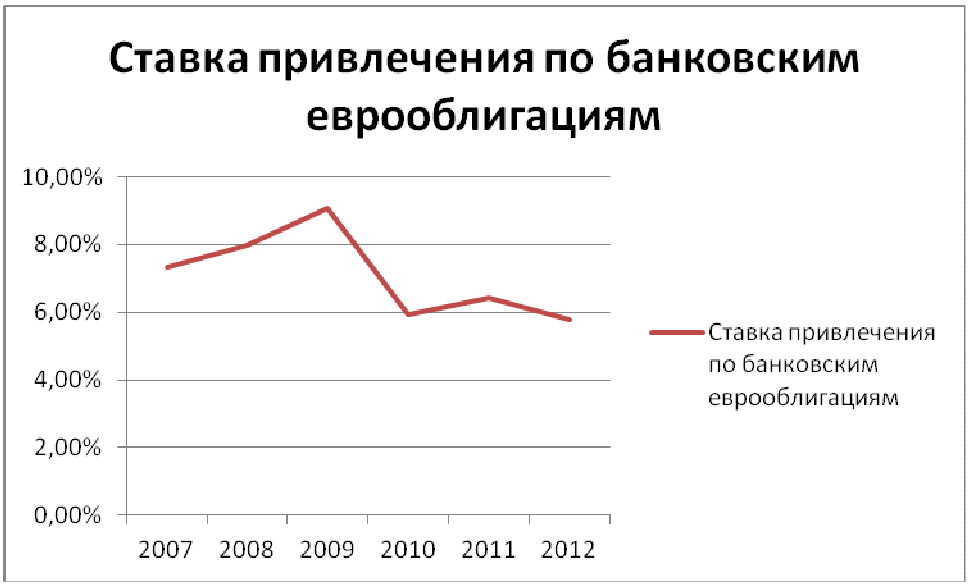


Рисунок 11 Динамика средней ставки купона еврооблигаций российских банков.

3. Изменения в отраслевой структуре заемщиков.

В сегменте еврооблигаций доминирующую долю занимают обязательства компаний финансового сектора, которая выросла за год 2010 год с 58% до 67%. [68]При этом доля банковских займов среди общего количества эмиссий осталась на прежнем уровне, из чего можно сделать вывод об увеличении среднего размера банковских выпусков.

Также отмечаем значительное сокращение доли выпусков сырьевых компаний (с 30 до 12%) при общем сокращении количества эмиссий последних. Однако следует заметить, что эмитенты сырьевого сектора на рынке еврооблигаций представлены в основном несколькими крупными компаниям, такими как Газпром, имеющими целый ряд альтернативных источников привлечения средств, чем они и пользуются для диверсифика-

[67] Построено автором на основе выборки осуществленной при помощи информационного портала CBONDS

[68] Мырсикова Надежда., «Основные тенденции рынка российских корпоративных еврооблигаций» // Рынок ценных бумаг №2, 2011г.

ции кредитного портфеля.[69] Поэтому вполне ожидаемо, что по мере развития рынка их доля на нем будет сокращаться. Как положительный факт следует отметить рост доли компаний, не относящихся к выделенным отдельно секторам. Это означает, что, помимо общего роста рынка, на нем появляются новые эмитенты. Среди новых участников особенно много мелких банков, некоторые из них ранее выпускали CLN.

4. Рост доли займов номинированных в ЕВРО (и прочих валютах)

Многие эмитенты, среди которых в основном банки, а также Газпром, в последнее время все чаще стали выпускать еврооблигационные займы, номинированные в единой европейской валюте. Наиболее крупные займы привлекали Газпром и ВТБ, и выбор валюты, по всей видимости, напрямую связан с их деятельностью на внешних рынках.

Так же с большой скоростью будет набирать популярность эмиссии еврооблигаций, номинированных в швейцарских франках. Особенностью размещения средств во франках является то, что летом 2011 года швейцарский ЦБ привязал стоимость франка к евро, публично объявив, что местная валюта не будет стоить дороже, чем 1,2 франка за евро. Таким образом, валютные риски по кредитам в этой валюте были значительно снижены.

5. Становление рынка рублевых еврооблигаций.

В последнее время все больше компаний стали обращать внимание на возможность эмиссии еврооблигаций, номинированных в российских рублях. В начале этого года состоялось несколько эмиссий, а некоторые компании объявили о своих планах осуществить выпуски до конца текущего года. Основной предпосылкой роста явился значительный спрос на рублевые ресурсы со стороны компаний. Предприятия и банки, ориентированные на внутренний рынок, предпочитают получать финансирование в рублях, чтобы избежать

[69] Мырсикова Надежда., «Основные тенденции рынка российских корпоративных еврооблигаций» // Рынок ценных бумаг №2, 2011г.

валютных рисков. Рублевые еврооблигации для западных инвесторов более удобны, чем облигации федерального займа, которые рассчитываются на российском внутреннем рынке. Также многие российские банки всерьез нацелились на развитие новых продуктов, для чего необходимы значительные ресурсы. В связи с этим можно рассчитывать на активный приток новых эмитентов в данный сегмент еврооблигационного рынка.

В целом на рынке наблюдаются общие тенденции снижения ставок и удлинения сроков финансирования. На рынок приходят новые инвесторы, отраслевая структура заемщиков меняется в сторону диверсификации. Условия синдицированного кредитования становятся более гибкими: появляются мультивалютные кредиты, клиентам предоставляется возможность выбора между фиксированной и плавающей ставками.

Однако очевидны и некоторые проблемы. Снижение ставок и удлинение сроков заимствования провоцирует увеличение доли эмиссий и кредитования с целью рефинансирования текущих займов, что является существенным ограничивающим фактором роста рынка. Хотя позитивная динамика и наметилась, на рынке по-прежнему наблюдается сильный перекос в сторону отдельных секторов. В текущем году мы ожидаем сохранения существующих тенденций.

Заключение

Целью данного дипломного исследования являлось выявление факторов и условий развития механизмов внешнего долгового заимствования в форме выпуска средне- и долгосрочных евробумаг российскими банками. Для достижения поставленной цели была изучена структура рынка еврооблигаций и его участников. Так же в работе приводится ряд классификаций существующих видов еврооблигаций, по разным признакам. Все вышеперечисленное, в свою очередь, дает возможность сделать вывод о том, какие преимущества и недостатки присущи рынку еврооблигаций в качестве источника длинных денег для банка, а так же инвестиционного продукта для инвестора.

При проведении анализа состояния рынка еврооблигаций российских банков, на базе исторической ретроспективы были выделены 4 этапа развития заимствований на международных рынках капитала российскими банками. В свою очередь, это позволило выделить факторы, влияющие на развитие привлечения средств на рынке еврооблигаций. Кроме кризисных явлений и понижения кредитного рейтинга страны в целом, в данной работе так же были изучены такие факторы как недостаточная монетизация экономики и благоприятная динамика цен на рубль.

Была предпринята попытка выявить цели привлечения длинных денег через еврооблигации. Представленное исследование дает основание полагать о том, что развитие ипотечного и долгосрочного кредитования является следствием привлечения дешевых денег на международном рынке капитала. Так же в данной работе было проведено исследование, описывающие влияние принятия решения о выпуске еврооблигаций на капитализацию эмитента. В исследовании было произведено 48 наблюдений колебания котировок акций эмитентов до и после размещения еврооблигационных траншей. После построения ряда регрессий были сформулированы прогнозные значения, что в свою очередь позволило рассчитать средний показатель сверприбыльности цены на акции. Результаты исследования показали, что эмиссия еврооблига-

ций действительно оказала благоприятное влияние на капитализацию компаний. Сверхприбыль начинала проявляться через день после эмиссии и достигала максимума через 5-6 дней. Фактор влияние рынка не должен был оказать значительного влияния, так как выборка была панельной, а все результаты проверялись тестом Чоу. Далее в работе был проведен анализ влияния фактор выпуска еврооблигаций на капитализацию компании. В качестве выводом стоит выделить обратную связь со ставкой привлечения. По всей видимости, это связано с тем, что когда маленькие банки привлекают еврооблигации, это сильнее сказывается на них, нежели на больших.

При анализе текущего состояния рынка еврооблигаций мыло создана выборка из выпусков еврооблигаций российских банков, которые погашались с 2007 и будут погашаться до 2033 года. Всего в выборка состоит из 224 наблюдений, при том что по оценке экспертов генеральная совокупность составляет 260-280 наблюдений. Это говорит о том, что полученные данные в результате исследования могут быть перенесены на генеральную совокупность с большой долей уверенности. Были выявлены доли тех или иных видов еврооблигаций в общей совокупности банковских еврооблигаций. Была предпринята попытка выявить причину предпочтений банков при выборе тех или иных видов еврооблигаций. Был проведен анализ описывающий доли валют, в которых производились выпуски еврооблигационных траншей. Так же работа содержит распределение по видам выплат купонного дохода и анализ участников рынка еврооблигаций российских банков.

Полученные данные дали возможность отследить тенденции развития рынка еврооблигаций российских банков. В ходе исследования была продемонстрирована динамика средних сроков привлечения и средних размеров купонных выплат. Данные говорят о том, что с 2009 года наблюдается тенденция к удлинению срока привлечения средств, а так же с 2008 года присутствует тенденция к падению ставок привлечения. Была выявлена тенденция к повышению популярности рублевых еврооблигационных займов и еще ряд

немаловажных тенденций. Все это может говорить о благоприятных перспективах развития рынка банковских еврооблигаций в целом.

Так же в работе приводится ряд проблем, которые могут затормозить процесс развития привлечения банками средств путем эмиссии еврооблигаций. Среди них выделяется введение налогообложения SPV. Следствием ввода данного нововведения будет то, что для сохранения инвестиционной привлекательности своих еврооблигаций банки будут вынуждены платить на 25% больше за привлечение средств. Это может сделать привлечение средств через еврооблигации неэффективным.

Список литературы

Нормативно-правовые источники

1. Council Directive 89/299/EEC of 17 April 1989 - http://formular-ekf.vsb.cz/formulare/f01/ebank/predpisy/direktiva_89_299_EEC.pdf

Директива Комиссии ЕС о листинге – European Comission Listing Particulars Directive (8-/390/EEC_ к еврооблигациям и прочим ценным бумагам, продаваемым на еврорынках.

2. Концепция развития финансового рынка России до 2020 года. Развитие законодательства и регулирования. - Совместный проект Рейтингового агентства «Эксперт РА» и Ассоциации региональных банков России. Осуществляется под эгидой Общественной палаты РФ, 2008г.

Диссертационные работы и дипломные работы

1. А. Ю Белик . диссертация «Еврооблигации как инструменты заимствования на международных рынках капиталов для стран с переходной экономикой»// Финансовая академия при правительстве РФ., г.Москва 2002гг.

2. Литвинов Д.М. диссертация «Еврооблигации в системе мирового фондового рынка» //Московский университет потребительской кооперации., г. Москва., 2000гг.
3. Пенкин С.А. диссертация «Современные тенденции заимствований российских компаний на мировом рынке капитала»., г. Москва., 2011гг.

4. Кормчинский А.В.. диссертация «Синдицированные кредиты и еврооблигации как формы привлечения внешнего долгового финансирования российскими банками»., г. Санкт-Петербург., 2007гг.

5. Сорокин М.В., Дипломная работа «Перспективы использования еврооблигаций в инвестиционной деятельности банков»// Финансовая Академия при правительстве РФ., г.Москва ,2011гг

Книги, монографии, учебники.

1. Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки: Учебное пособие для вузов. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007

2. F. J. Fabozzi,. Fixed income analysis – 2nd editition. John Wiley & Sons, Inc . 2011

3. F. J. Fabozzi, Mark Jonathan, Paul Anson .The handbook of fixed income securities – 7th edition. McGraw-Hill pub. 2010.

4. Л.Г Чувахина. Еврооблигации и рынок евробумаг// ФГОУ ВПО «Академия бюджета и казначейства Минфина Россиии» г.Москва.2011 гг.

5. Энг.М., Лис Ф., Мауер Л.Дж. Мировые финансы.М.:Дека,1998

6. Frederick G Fisher, Eurosecurities and their related derivatives, 3rd ed., Euromoney Publications PLC, 1997

7. Chalmers & Guest On Bills of Exchange. Sweet & Maxwell . London. 14th Ed. 1991 (классический труд об оборотных документах, претерпевший 14 дополнительных переизданий)
8. Максимова В.Ф.,Максимов К.В.,Вершинина А.А. МЕЖДУНАРОДНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ И МЕЖДУНАРОДНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ:Учебно-методический комплекс. – М., 2009. – 175 с.
9. Brannan J.D. The Negotiable Instruments Law.1920. P. 3-28 и Schlesinger Rudolf B., Baade Hans W., Damaska Mirjan R. & Herzog Peter E. Comparative Law. Foundation Press 5th Edition.1992
10. Шарп У. Александер Г., Бейли Дж. Инвестиции. М.:Инфра - М,2010
11. Level I 2012 Volume 5 Equity and Fixed Income, 7th Edition. Pearson Learning Solutions

12. Рубцов Б.Б. Зарубежные фондовые рынки. – М: Инфра – 1996.

13. Англо-русский толковый словарь по банковскому делу, инвестициям и финансовым рынкам. Свыше 10000 терминов / Я.М. Миркин, В.Я. Миркин. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2006

Периодические издания: Газеты и журналы

1.Дмитрий Назаров, « Банковские еврооблигации стран СНГ: поиск новых возможностей»//Рынок ценных бумаг №12 2010

2. Георгий Васильев, «Привлечение капитала с помощью CLN (Credit linked notes)» //Рынок ценных бумаг №5 2010

3. Лев Коврагин, «Привлечение капитала с помощью CLN,LPN, ABS : юридические аспекты»

4. Рустам Вохитов., «Еврооблигации : неизбежны лишь смерть, налоги… или их комбинация»// CBONDS REVIEW , апрель 2012 .

5. Мырсикова Надежда., «Основные тенденции рынка российских корпоративных еврооблигаций» // Рынок ценных бумаг №2, 2011г.

6. Ирина Кузетенко, Илья Фастов , «Национальный расчетный депозитарий :взгляд в будущее» //РЦБ №10-2010 стр70

7. Мария Иванова, Ирина Тиссен . Новые возможности для депонентов НДЦ при осуществлении расчетов через Euroclear Bank// Депозитариум № 4 - 2009

8.Семенкова Е., Александранян В. Развитие рынка ГКО-ОФЗ: уроки и перспективы// Вопросы экономики,№ 5. 1999.

9. Кутырин К.В. Международный рынок еврооблигаций как форма привлечения инвестиций в экономику России. – М.:Макс-пресс,2001.

10. Шохин Д.А. Общая характеристика механизма выпуска еврооблигаций. – М.:ГУ ВШЭ, 2002

11. Афанасов Е.А. «С прицелом на триллион» газета Ведомости 25.04.2011, 73 (2839).

12. Информативно-аналитический бюллетень №84 от 13.05.2003г. Информативное агентство CbondsS. www.cbonds.ru

13. Информативно-аналитический бюллетень №84 от 13.05.2003г. Информативное агентство CbondsS. www.cbonds.ru

14.Орлова Н. Внешний долг: бремя или возможность?//Банковское обозрение.-2010.№2. – С.12

Зарубежные периодические издания: Газеты и журналы

1. Adler, M., & Dumas, B. (1983). International portfolio choice and corporation finance: A synthesis. Journal of Finance, Vol. 38, pp. 925-984.

2. Aharony, J., & Swary, I. (1980). Quarterly dividend and earnings announcements and stockholders' returns: An empirical analysis. Journal of Finance, 35, 1-12.
3. Alexander, G., Eun, C. & Janakiramanan, S. (1987). Asset pricing and dual listing of foreign capital markets: A note. Journal of Finance, 42, 151-158.
4. Alexander, G. (1988). International listings and stock returns: Some empirical evidence. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 23, 135-151.
5. Amira, K. (2004). Determinants of sovereign Eurobond yield spread. Journal of Business Finance and Accounting, 31, 795-821.
6. Beer, F. (1995). The dollar Eurobond market. American Business Review, 13, 47-53.
7. Bowe, M. (1988). Eurobonds (Dow Jones-Irwin).
8. Deshpande, S., & Philippatos, G. (1988). Leverage decisions and the effect of corporate Eurobond
offerings. Applied Economics, 20, 901-915.
9. Eckbo, B. (1986). Valuation effect of corporate debt offerings. Journal of Financial Economics, 15, 119-151.
10. Finnerty, J., & Nunn, K. (1985). The determinants of yield spreads on U.S. and Eurobonds. Management International Review, 25, 23-33
11. Kidwell, D., Marr, M., & Thompson, G. (1985). Eurodollar bonds: Alternative financing for U.S. companies. Financial Management, Winter, 18-27.
12. Kim, Y., & Stulz, R. (1988). The Eurobond market and corporate financial policy: A test of the clientele hypothesis. Journal of Financial Economics, 22, 189-205.
13. Kim, Y., & Stulz, R. (1992). Is there a global market for convertible bonds? Journal of Business, 65, 75-91.
14. Mahajan, A., & Fraser, D. (1986). Dollar Eurobond and U.S. bond pricing. Journal of International Business Studies, 17, 21-36.

15. Marr M., Trimble, J., & Varma, R. (1991). On the integration of international capital markets: Evidence from Euroequity offerings. Financial Management, Winter, 11-21.
16. Mendelson, M. (1980). Money on the move. New York: McGraw-Hill.
17. Mendelson, M. (1983). The Eurobond and foreign bond markets. In A.M. George & I. Giddy (Eds.), International finance handbook. New York: Wiley.
18. Mikkelson, W., & Partch, M. (1986). Valuation effects of security offerings and the issuance process. Journal of Financial Economics, 15, 31-60.
19. Mitchell, J. (1991). Eurodollar bonds. Euromoney, November.
20. Murphy, A. (2003). An empirical analysis of the structure of credit risk premiums in the Eurobond market.
Journal of International Money and Finance, 22, 865-885.
21. Stapleton, R., & Subrahmanyam, M. (1977). Market imperfections, capital market equilibrium and corporation finance. Journal of Finance, 32, 307-319.
22. Steiner, M., & Heinke, V. (2001). Event study concerning international bond price effects of credit rating actions. International Journal of Finance and Economics, 6, 139
23. John Langton, London Observer,14 July 1991.

Интернет источники

1. http://www.icmagroup.org/About-ICMA.aspx - официальный сайт ICMA
2. http://www.cbonds.info/encyclopedia/eurobonds/ - Рынок Еврооблигаций (Артамонов М.Е.)