Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение высшего профессионального образования
«Финансовый Университет при Правительстве Российской Федерации»
Факультет «Финансы и кредит»

Кафедра «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг»

«Допускаю к защите»

Б.Б. Рубцов

И.О. Фамилия зав. кафедрой

_____

(подпись)

«__» _____ _____ года

(число) (месяц) (год)

Выпускная квалификационная работа

Филатова Артема Максимовича

на тему:

«Рынок валютных облигаций российских эмитентов и проблемы его развития»

Специальность «Финансы и кредит»

Специализация «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг»

Научный руководитель:

К.э.н., доцент Кудинова М.М.

_____

(подпись)

_____

(подпись автора работы)

Москва – 2012

Оглавление

Введение....3
Глава 1 Теоретические аспекты рынка валютных облигаций 6
1.1 Понятие и структура рынка валютных облигаций....6
1.2 Функции, задачи и участники рынка еврооблигаций 19
1.3 Регулирование рынка еврооблигаций 26
Глава 2 Практический анализ рынка еврооблигаций российских эмитентов 29
2.1 Общая характеристика рынка еврооблигаций....29
2.2 Исследование основных факторов, влияющих на развитие рынка 41
Глава 3. Перспективы развития рынка еврооблигаций российских эмитентов 50
3.1. Основные проблемы рынка еврооблигаций и пути их решения....50
3.2. Прогноз развития рынка еврооблигаций....56
Заключение 65
Список использованной литературы....69
Приложения 72
Приложение А – Виды зарубежных облигаций. 72
Приложение Б – История развития еврорынка 74
Приложение В – История, состав, структура и клиенты группы Euroclear....78
Приложение Г – История, состав, структура и клиенты группы Clearstream 83
Приложение Д – Характеристика Международной ассоциации рынков капитала (ICMA) 89

Введение

Международный финансовый рынок является важным звеном мировой экономической системы, поскольку связывает между собой процессы, происходящие в национальных экономиках: торговлю товарами и услугами, движение рабочей силы, технологическое обмен и др.

В процессе перехода России к рыночной экономике будет наблюдаться тенденция бóльшей интеграции российских эмитентов с международным экономическим сообществом. Высокий потенциал доходности акций российских компаний, а также процентов по долговым обязательствам обуславливает заинтересованность зарубежных инвесторов и кредиторов к ценным бумагам эмитентов из России, а большие пулы свободных финансовых ресурсов за рубежом в свою очередь привлекательны для компаний Российской Федерации.

В этих условиях одним из самых больших сегментов мирового финансового рынка, доступных российским эмитентам, является рынок международных облигаций, который благодаря своим многочисленным преимуществам рассматривается как приоритетный источник финансовых ресурсов для развивающихся стран, к которым относится и Российская Федерация. Тема дипломной работы называется рынок валютных облигаций, однако в своей работе я буду рассматривать рынок евробондов российских эмитентов, т.к. он является основным сегментом международного долгового рынка.

До сих пор эта сфера была относительно нова для эмитентов в России и, как источник ресурсов, доступна немногим компаниям. Однако с повышением интегрированности России в мировой экономическое пространство объемы выпусков евробондов будут увеличиваться. В процессе вхождения России на рынок еврооблигаций необходимо ориентироваться на нормы функционирования данного рынка и, вместе с тем, адаптировать параметры размещаемых российскими эмитентами займов к реалиям

российских финансов. Это требует детального теоретического и практического исследования особенностей рынка еврооблигаций российских эмитентов, что обуславливает актуальность выбранной тематики.

Теоретические основы отражены в трудах таких зарубежных авторов как Фрэнк Дж. Фабоцци и Ричард С. Уилсон. Среди российских авторов можно выделить Рубцова Б.Б., Миркина Я.М., а так же Васильева М.А. и Артамонова М.Е.

Проблемам российского рынка еврооблигаций посвящены работы таких отечественных ученых, как: Васильев М.Ю., Красавина Л.Н., Захаров А.В., Красавина Л. Н., Хмыз О.В. и др.

Однако, несмотря на значительное количество научных работ по обозначенной проблематике, необходимо дальнейшее исследование перспективных направлений развития рынка еврооблигаций в России.

Целью выпускной квалификационной работы является определение перспектив развития рынка еврооблигаций российских эмитентов.

Для достижения поставленной цели определены следующие **задачи** дипломной работы:

- рассмотреть особенности еврооблигаций как инструмента мирового рынка ценных бумаг; выявить этапы становления и развития мирового рынка еврооблигаций;
- рассмотреть функции и задачи участников рынка еврооблигаций;
- провести анализ современного состояния рынка еврооблигаций российских эмитентов;
- выявить и рассмотреть факторы, влияющие на развитие рынка еврооблигаций российских эмитентов;
- определить проблемы и перспективы развития российского рынка еврооблигаций.

Объектом исследования является рынок еврооблигаций российских эмитентов, **предметом исследования** – проблемы и перспективы развития рынка еврооблигаций российских эмитентов.

Структура дипломной работы представлена введением, основной частью, включающей три главы, заключением, списком использованной литературы и приложениями.

Глава 1 Теоретические аспекты рынка валютных облигаций

1.1 Понятие и структура рынка валютных облигаций

Глобализация финансовых процессов в мире и увеличение роли ценных бумаг в финансировании капиталовложений привели к формированию международного рынка ценных бумаг. В данной работе анализ будет ограничен рассмотрением долговых международных ценных бумаг как основного сегмента международного рынка ценных бумаг.

Большую часть рынка долговых ценных бумаг занимают международные облигации (англ – international bonds) – облигации, размещаемые на иностранных рынках[1]. Остановимся на них подробнее.

Объемы рынка международных облигаций приведены на рисунке 1.1.1. Как можно увидеть на диаграмме, они составляют 33% от всего мирового долгового рынка, а в абсолютном выражении – почти 29 трлн. дол. США. Суммарный же объем эмиссий российских эмитентов на внутреннем и внешнем рынке не дотягивает и до 0,0214 трлн. дол., что свидетельствует о наличии огромного потенциала роста на таком большом рынке.

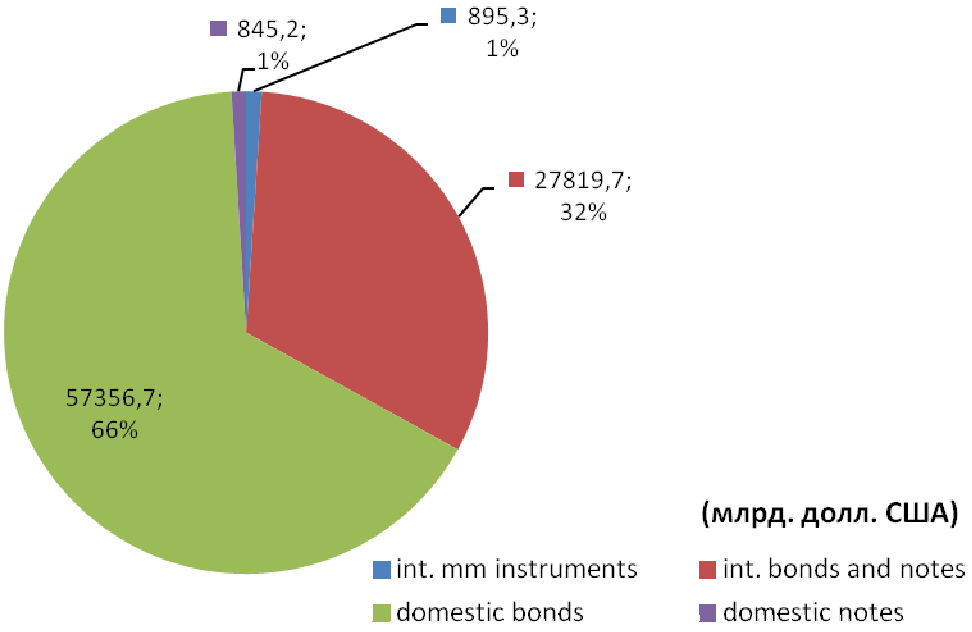

Рисунок 1.1.1 – Международные и внутренние долговые бумаги

Виды международных облигаций представлены на рисунке 1.1.2.

[1] Рубцов, Б.Б. Современные фондовые рынки : учеб. пособие для вузов / Б. Б. Рубцов. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2007. – 928 с. – ISBN 978-5-9614-0684-9

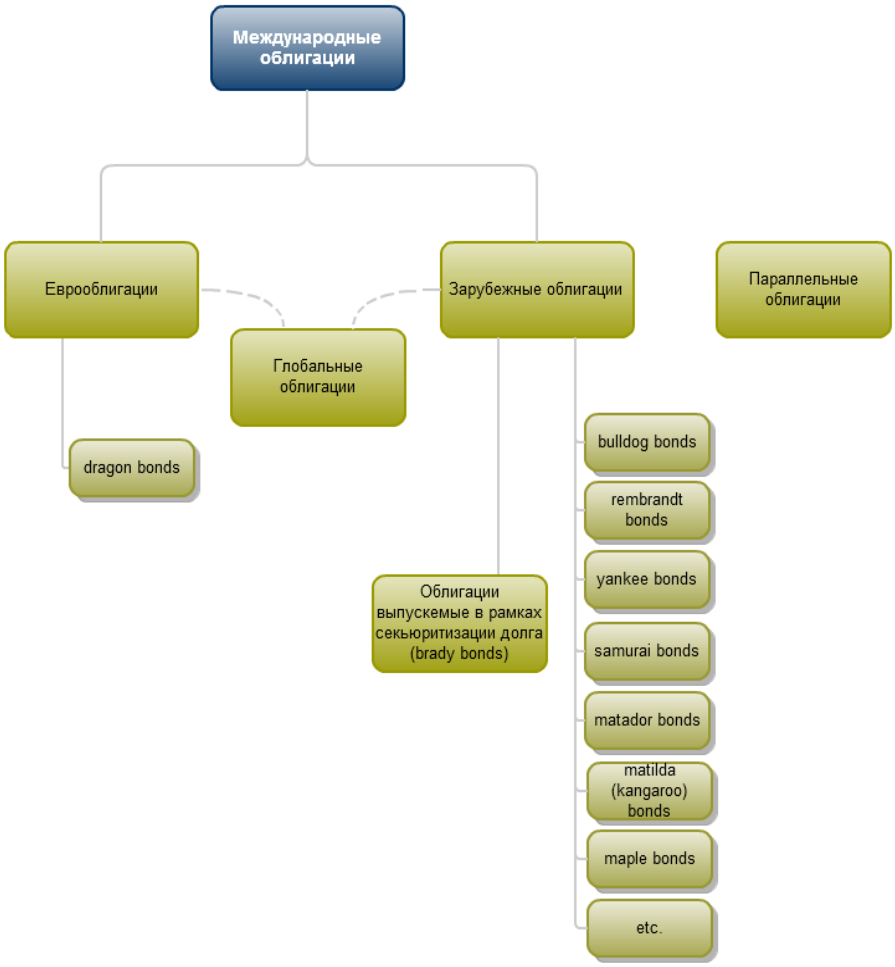

Рисунок 1.1.2 – Виды международных облигаций

Краткая характеристика представленных в таблице видов международных облигаций дана ниже.

Зарубежные облигации (англ. - foreign bonds) – это облигации, размещаемые эмитентом в каком-либо иностранном государстве при помощи синдиката андеррайтеров из данной страны в валюте страны размещения займа. В отличие от еврооблигаций подвержены государственному регулированию страны, в которой происходит размещение. Зарубежные облигации отличаются от внутренних чаще всего режимом налогообложения, объемом предоставляемой информации, а также методикой размещения. У зарубежных облигаций могут существовать ограничения на круг потенциальных покупателей.

К зарубежным облигациям относятся bulldog bond (Великобритания), Rembrandt bond (Нидерланды), yankee bond (США) и т.д. Подробнее про каждый из видов зарубежных облигаций см. приложение А.

Отдельно стоит упомянуть про *облигации, выпускаемые в рамках секьюритизации долга* – так называемые Brady bonds. Впервые они появились, когда Мексика и ряд других развивающихся государств отказались от выполнения обязательств по международным займам, что вызвало долговой кризис. Потери кредиторов были частично компенсированы за счет переоформления долга в ценные бумаги.

Рынок евродолговых бумаг является действующей моделью глобального рынка капитала. Он является одним из самых объемных сегментов рынка международных ценных бумаг.

Кратко евродолговые бумаги можно определить как долгосрочные, среднесрочные и краткосрочные долговые обязательства, размещаемые на международных рынках.[2]

В соответствии с директивой ЕС от 17 апреля 1989 г[3]. *евробумаги* – это торгуемые ценные бумаги, имеющие следующие характерные черты:

- размещаются синдикатом андеррайтеров, в котором как минимум два участника, которые располагаются в разных юрисдикциях;
- предлагаются в значительных объемах в одной или более стран, не считая страну регистрации эмитента;
- при первичном размещении могут быть приобретены только при посредничестве кредитной организации или другого финансового института.

В таблице 1.1.1 приведена сравнительная характеристика зарубежных облигаций и евробондов.

[2] http://www.glossary.ru/cgi-bin/gl_sch2.cgi?RFiwuhzsgjo
[3] Council Directive 89/298/EEC of 17 April 1989 - http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:1989:124:0008:0015:EN:PDF

Таблица 1.1.1 – Основные параметры зарубежных облигаций и евробондов

Критерии	Еврооблигации	Зарубежные облигации
Валюта	Иностранная для эмитента, евровалюта	Иностранная для эмитента из конкретного государства, валюта страны размещения займа
Кто размещает	Специализированный синдикат андеррайтеров	Синдикат андеррайтеров из агентов по размещению данной страны
Держатели	Иностранные инвесторы	Инвесторы страны размещения займа
Преимущества	Большое количество потенциальных инвесторов, расширенная территория размещения	Возможность тщательного изучения рынка размещения и минимизации страновых рисков
Недостатки	Высокий страновой риск	Относительно ограниченный круг инвесторов, ограниченная территория размещения

Состав рынка евродолговых бумаг показан на рисунке 1.1.3.

Рисунок 1.1.3 – Состав рынка евродолговых бумаг

Рассмотрим каждый элемент более подробно.

EMTNs (medium-term euronotes, евроноты)[4] – среднесрочный долговой инструмент, требующий установленных платежей. Евроноты выпускаются непосредственно на рынок со сроком погашения не более 5 лет, и размещаются непрерывно, а не все сразу как выпуск облигаций. Евроноты

[4] http://www.investopedia.com/terms/e/emtn.asp#axzz1qxbCvoml

позволяют эмитентам проще производить заимствования на рынке международного капитала, а также экономить на эмиссионных издержках. При эмиссии евронот эмитент выпускает стандартный документ (программу), который может быть использован при всех выпусках. Евроноты имеют большой объем продаж среди синдикатов и предварительно отобранных покупателей.

ECP (euro-commercial papers, евровекселя) – необеспеченные краткосрочные обязательства, номинированные в валюте отличающейся от национальной валюты эмитента. Выпускаются обычно на срок от 6 до 12 месяц, не предназначены для публичного выпуска и не обращаются на вторичном рынке.

Eurobond [5] (еврооблигации) – как уже было упомянуто ранее, это международные ценные бумаги, которым присущи следующие характеристики:

- размещаются одновременно на рынках нескольких стран;
- валюта займа является иностранной как для эмитента, так и для инвестора (не всегда);
- размещается международным синдикатом андеррайтеров;
- чаще всего выпуск производится без обеспечения (иногда возможна гарантия 3-их лиц или залог имущества эмитента);
- представляют собой бумаги на предъявителя (не всегда);
- практически не подвержена государственному регулированию;
- не облагаются подоходным налогом (withholding tax), однако если государство предусматривает налог на проценты, то эмитент обязан довести величину платежей до уровня обеспечивающего % доход равный номинальному[6];

[5] Не стоит путать их с Eurobonds (European bonds) – которые являются государственными облигациями выпущенными в евро совместно 17-ю странами еврозоны для поддержания стабильности ЕС.
[6] Для того чтобы не нести эти издержи, компании, выпускающие евробонды, часто делают это через SPV созданную специально для этого в юрисдикции страны со льготным налогообложением.

- выпуск бумаг и их обращение происходит в соответствии с правилами и стандартами установленными участниками (ICMA, EMTA, Euroclear, Clearstream и др.).

Еврооблигации могут эмитироваться в различной валюте, например долларовые еврооблигации, рублевые евробонды и т.д. Одна из разновидностей еврооблигаций – *dragon bonds*. Это евродолларовые облигации, размещаемые на азиатском рынке и имеющие листинг на какой-либо азиатской бирже.

Глобальные облигации (англ. – Global Bonds[7] – размещаются на рынке еврооблигаций и на одном или нескольких национальных рынка.

Параллельные облигации (англ. – Parallel Bonds[8]*)* – облигации одного выпуска, размещаемые одновременно в валютах нескольких стран.

Далее в своей работе я остановлюсь подробнее на рынке еврооблигаций, который динамично развивается, занимает центральное место на международном рынке капиталов и является источником дешёвого фондирования для российских эмитентов.

История рынка евробондов

Рынок еврооблигаций – это «офшорный» рынок, где заемщики и кредиторы встречаются из-за возможности более дешевого фондирования и меньшего регулирования со стороны государства.

Рынок еврооблигаций рос быстрыми темпами. Вскоре после введения уравнительного налога в июне 1963 г. был начат первый иностранный выпуск облигаций, номинированный в долларах США. В том же самом году в общей сложности было выпущено еврооблигаций на 145 миллионов долларов США, и к 1968 объем вырос до 3 миллиардов долларов[9]. В силу

[7] Рубцов, Б.Б. Современные фондовые рынки : учеб. пособие для вузов / Б. Б. Рубцов. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2007. – 928 с. – ISBN 978-5-9614-0684-9.

[8] Рубцов, Б.Б. Современные фондовые рынки : учеб. пособие для вузов / Б. Б. Рубцов. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2007. – 928 с. – ISBN 978-5-9614-0684-9

[9] A history of the eurobond market : the first 21 years / Ian M. Kerr.

своего раннего успеха рынок еврооблигаций быстро зарекомендовал себя, вследствие чего:

- появился рынок в Лондоне;
- британские власти позволили рынку развиваться без инструкций или ограничений. Лондон стал и остается сегодня, основным центром новых выпусков и торговли еврооблигациями, номинированными в долларах США;
- скорость и простота выпуска на рынке еврооблигаций стали значительным плюсом по сравнению с основным иностранным рынком облигаций - американским рынком Янки;
- в 1969 г. создана Ассоциации международных дилеров облигаций (AIBD), которая стала площадкой для совершенствования структуры рынка;
- учреждены клиринговые системы Euroclear и Cedel в 1968 г. и 1970 г., соответственно, которые решили проблемы поставки и заключения контрактов.

Отмена всего американского регулирования не замедлило рост рынка еврооблигаций в долларах США. Когда IET[10] был отменен в 1974, доля американского иностранного рынка облигаций увеличилась, но не существенно. Позже, в 1984, американское правительство, чтобы сделать свой внутренний рынок облигаций более конкурентоспособным, отменило подоходный налог (withholding tax), которым облагались иностранные кредиторы. Многие думали, что это изменение в американском налоговом законодательстве приведет к поглощению рынка еврооблигаций номинированных в долларах. Но рынок евродолларовых облигаций продолжал расти. Международные эмитенты устали от задержек и затрат на регистрацию новых выпусков в SEC[11]. Рынок еврооблигаций, из-за

[10] Interest equalization tax – уравнительный налог на процентные платежи.
[11] Securities and Exchange Commision.

отсутствия государственного регулирования продолжает доминировать на международном рынке облигаций и на сегодняшний день.

Отмена американского подоходного налогав США вызвала аналогичную финансовую либерализацию в европейских странах и сопровождалась устранением валютного контроля, регулирующего доступ внутренних инвесторов на иностранные рынки ценных бумаг. Инвестиционные банки, занимающиеся организацией выпуска евробондов, быстро определили потенциальных внутренних инвесторов готовых вкладывать в еврооблигации зарубежных компаний. Определение рынка еврооблигаций, таким образом, больше не является проблемой. Из рынка анонимных зарубежных инвесторов он превратился в рынок, где целевая аудитория ограничена только изобретательностью инвестиционных банков.

Классификация еврооблигаций

Обычно еврооблигация – это предъявительская ценная бумага в форме сертификата с фиксированной процентной ставкой, по которой доход выплачивается путем предъявления купонов к оплате или в конце срока единовременным платежом. Однако бывают и другие варианты, так что рассмотреть этот вопрос стоит подробнее. Классификация еврооблигаций по различным признакам приведена на рисунке 1.1.4.

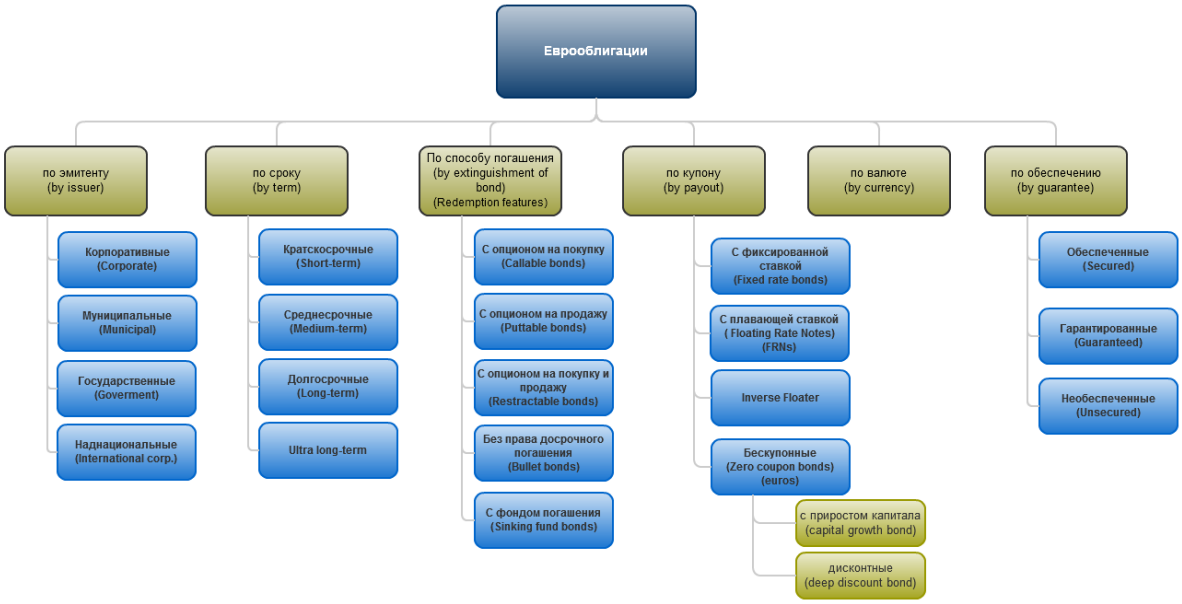

Рисунок 1.1.4 – Классификация еврооблигаций

Подробнее необходимо остановиться на классификации по таким признакам как:

1. Способ погашения:

- *callable bond* – облигация с опционом на покупку, эмитент имеет право досрочно погасить облигации. Обычно, при досрочном погашении, выплачивается премия держателю облигации;
    - *american callable* – эмитент может запросить досрочное погашение облигации в любой момент времени после окончания срока защиты от досрочного погашения;
    - *european callable* – досрочное погашение возможно только в определенные моменты времени оговоренные при выпуске облигаций;
- *puttable bond* – облигация с опционом на продажу, инвестор имеет право досрочно предъявить облигации к погашению в заранее установленные моменты времени. Цена выкупа объявляется в момент выпуска и обычно равна номиналу;
- *restractable bond* – облигация имеющая черты callable и puttable bonds, т.е. облигация предоставляющая право досрочного погашения как эмитенту так и инвестору;
- *bullet bond* – облигация без права досрочного погашения эмитентом. Основная сумма долга выплачивается полностью в конце срока жизни облигации;
- *sinking fund bonds* – амортизируемая облигация, т.е. эмитент делает регулярные отчисления в фонд погашения по заранее определенному плану. Выкуп облигаций осуществляется из средств фонда путем покупки облигаций на открытом рынке, либо происходит погашение по жребию определенных серий.

2. Выплата купонных платежей:

- *fixed rate bonds* – облигации с фиксированной процентной ставкой по купону. При наступлении срока погашения последний купонный платеж обычно выплачивается вместе с номиналом;
- *floating rate notes* – облигация с плавающей процентной ставкой. Обычно среднесрочные и долгосрочные облигации с процентной ставкой, которая периодически корректируется. Ставка объявляется в начале купонного периода. Процентная ставка обычно фиксируется в виде надбавки или спрэда к таким benchmark ставкам как Euribor, Libor или доходности по t-bills. Так же иногда привязываются к таким показателям как инфляция, изменение валютного курса и т.д. Купон выплачивается в конце каждого купонного периода;
- *inverse floater* – почти то же что и предыдущее, но значение benchmark ставки вычитается из фиксированной ставки по купону;
- *zero coupon bonds* – облигации с нулевым купоном. Бывают двух видов:
    - *capital growth bond* – размещаются по номиналу, а погашение производится по более высокой цене;
    - *deep discount bond* – размещаются по цене значительно ниже цены погашения.

Как видно из рисунка 1.1.5, большинство облигаций обращающихся на рынке, выпущены с фиксированной процентной ставкой.

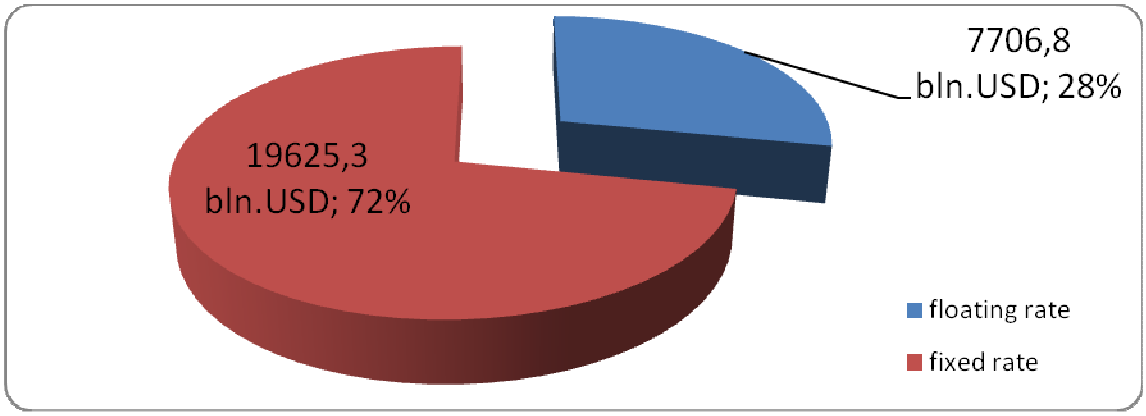

Рисунок 1.1.5 – Рынок евробондов по процентной ставке[12]

[12] По данным BIS.

3. Обеспеченность:

- *secured* – облигации обеспеченные залогом эмитента. Несут в себе более низкие риски и соответственно менее доходные. В случае дефолта эмитента заемщикам предоставляется имущество или активы, которые были предоставлены как залог. Так же могу обеспечиваться денежным потоком от определенного проекта, если выпуск облигаций производился под проект;
- *guaranteed* – облигации по которым выплата процентов и основной суммы долга гарантирована третьей стороной отличной от эмитента, часто используются при выпуске SPV;
- *unsecured* – облигации не обеспеченные активами, обеспечиваются «добросовестностью» эмитента и кредитным рейтингом[13].

4. Валюта эмиссии:

Большая часть выпусков, размещенных на сегодняшний день, номинирована в евро и долларах США (Рисунок 1.1.5).

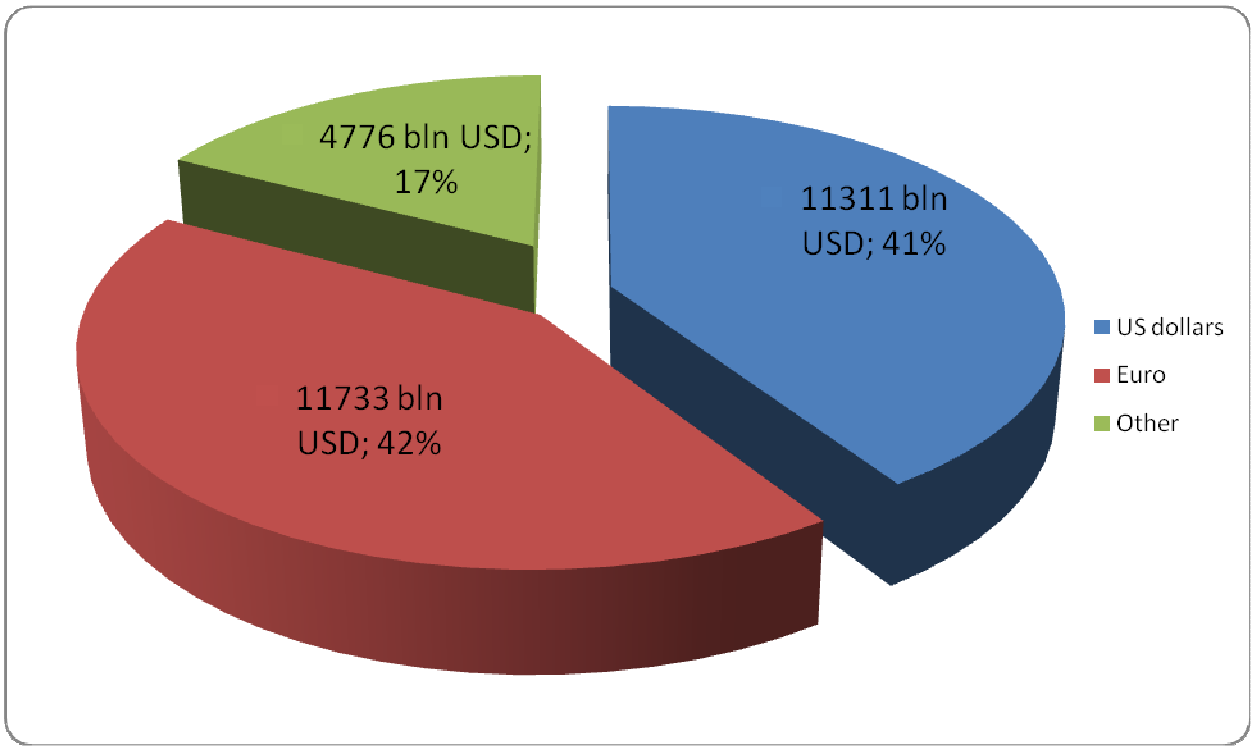

Рисунок 1.1.6 – Рынок евробондов по валюте размещения[14]

[13] Обычно, при дефолте по одному из выпусков таких облигаций, эмитент должен досрочно погасить остальные выпуски своих евробондов.

На рисунке 1.1.7, видно, что сумма непогашенных облигаций, номинированных в долларах США, за последние 5 лет росла более быстрыми темпами, чем задолженность, номинированная в Евро, и на конец 2011 г. они практически сравнялись. В этот же период обязательства в фунтах-стерлингов практически не менялись.

Хотя евробонды номинированные в евро и долларах составляют суммарно более 80 % рынка, так же стоит упомянуть и про еврооблигации, номинированные в других валютах. Список крупнейших из них представлен в таблице 1.1.2.

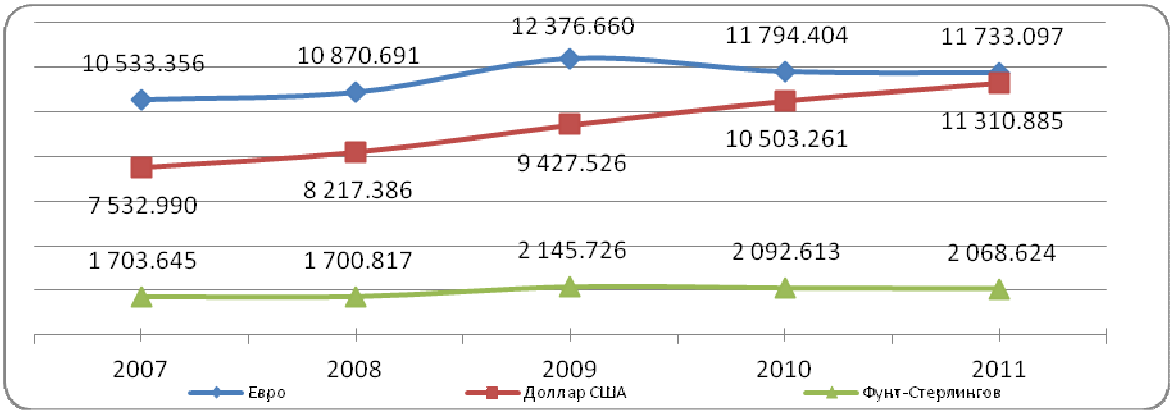

Рисунок 1.1.7 – Динамика облигаций номинированных в Евро, долларах США и фунтах-стерлингов[15]

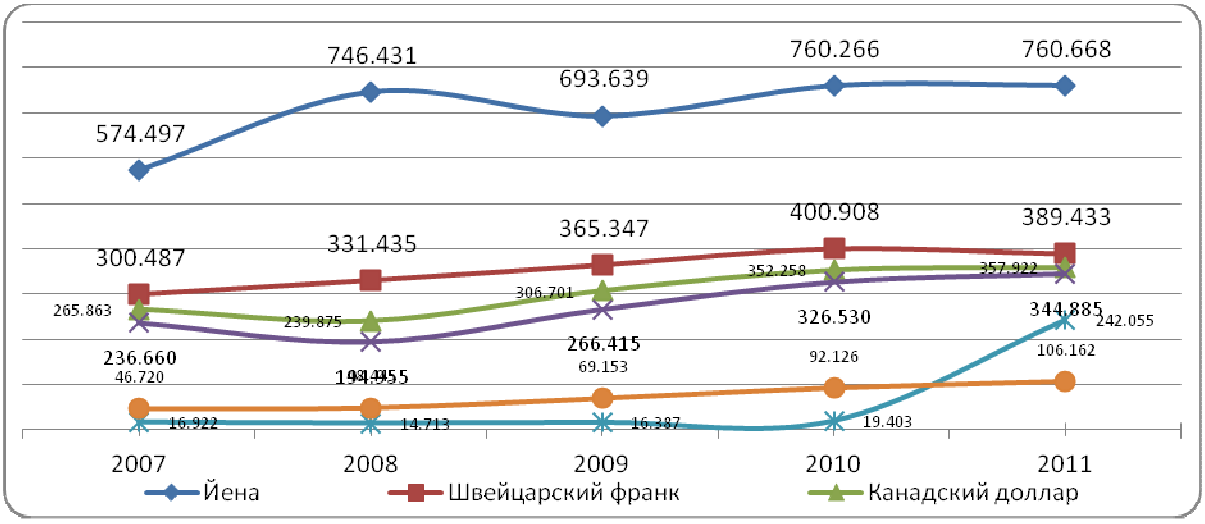

Рисунок 1.1.8 – Динамика облигаций номинированных в валютах отличных от Евро, доллара США и фунта-стерлингов[16]

[14] По данным BIS.
[15] По данным BIS.

Таблица 1.1.2 – Объемы непогашенных облигаций в разбивке по валютам стран мира (млрд. дол. США)[17]

№п/п	Наименование валюты	2007	2008	2009	2010	2011
1	Евро	10 533,356	10 870,691	12 376,660	11 794,404	11 733,097
2	Доллар США	7 532,990	8 217,386	9 427,526	10 503,261	11 310,885
3	Фунт-Стерлингов	1 703,645	1 700,817	2 145,726	2 092,613	2 068,624
4	Йена	574,497	746,431	693,639	760,266	760,668
5	Швейцарский франк	300,487	331,435	365,347	400,908	389,433
6	Канадский доллар	265,863	239,875	306,701	352,258	357,922
7	Австралийский доллар	236,660	194,955	266,415	326,530	344,885
8	Новая турецкая Лира	16,922	14,713	16,387	19,403	242,055
9	Шведская крона	46,720	48,445	69,153	92,126	106,162
10	Норвежская Крона	28,840	27,880	53,679	64,501	91,044
11	Гонконгский доллар	67,327	60,935	61,729	61,094	59,827
12	Бразильский реал	21,861	17,200	23,906	35,477	45,631
13	Китайский юань	6,423	10,613	14,266	19,181	45,545
14	Сингапурский доллар	25,141	31,180	29,283	33,717	37,008
15	Новозеландский доллар (Киви)	51,508	39,025	41,879	36,762	34,766
16	Rand (ЮАР)	32,071	31,262	37,679	35,573	34,082
17	Мексиканский пессо	18,695	17,578	16,295	19,365	20,049
18	Рубль	9,691	12,141	13,285	15,063	19,696

Данные таблицы показывают, что еврооблигации, номинированные в рублях, занимают совсем незначительную долю рынка, даже по сравнению с валютами остальных стран БРИКС[18]. Однако они так же имеют тенденцию к росту и на конец 2011 г. сумма объявленных выпусков рублевых евробондов составила более 2,904 млрд. дол. США [19]. Эмитентами евробондов номинированных в рублях чаще всего выступают дочерние SPV крупных российских компаний, однако платежи по ним часто выплачиваются в долларах.

[16] По данным BIS.
[17] По данным BIS. Валюты проранжированны по сумме непогашенных обязательств на Декабрь 2011 г.
[18] Не считая Индию.
[19] По данным BIS.

1.2 Функции, задачи и участники рынка еврооблигаций

На сегодняшний день основных участников рынка еврооблигаций можно поделить на 4 категории:

Рассмотрим каждую группу участников рынка.

<u>Расчетно-депозитарные институты</u>

В начале становления рынка еврооблигаций расчеты на нем велись через банки-корреспонденты, однако в настоящий момент все расчеты производятся через системы Euroclear и Clearstream. Обе клиринговые системы работают по схожему принципу: в каждой системе существует группа банков-депозитариев, которые производят физическое хранение сертификатов ценных бумаг, а клиенты систем имеют счета, по которым в случае транзакций проводятся электронные записи.

Все расчеты по сделкам в системах Clearstream и Euroclear основываются на трех основных принципах: низкие издержки, безопасность и эффективность.

Эффективность работы систем достигается благодаря системе взаимозачетов. В настоящее время 95% операций внутри систем проводится при помощи системы взаимозачетов и лишь в 5% операций производится реальное движение денежных средств и бумаг[20].

Также эти депозитарно-клиринговые системы привлекают клиентов низкими издержками. Низкая комиссия компенсируется огромными оборотами. Так, годовой оборот группы Euroclear за 2011г. составил 580,6 трлн. EUR. и он продолжает расти (см. приложение В). Членские взносы при вступлении в одну из систем так же относительно невелики. Группы Euroclear и Clearstream получают комиссию за депозитарное обслуживание ценных бумаг находящихся у них на хранении. В 2011 г. суммарный объем бумаг находящихся на хранении в этих системах составил 33,206 трлн. EUR. Политика этих групп такова, что всю полученную прибыль они направляют на усовершенствование и развитие инфраструктуры рынка, таким образом, значительно увеличивая свою привлекательность у клиентов.

Благодаря группе расчетно-депозитарных институтов серьезно сократились сроки расчетов и издержки на рынке, ведь раньше было необходимо производить физическую поставку бумаг и денежных средств, а это было связано не только с риском утери, но так же и с дополнительными затратами такими как страхование перевозок и их оплата.

Поскольку одной из главнейших задач депозитарно-клиринговых систем является обеспечение безопасности расчетов, то они постоянно работают над совершенствованием своих технологий. Так, например, при купле-продаже евробондов расчеты выполняются по принципу DvP (Delivery Versus Payment, поставка против платежа), когда для совершения сделки обе стороны обязаны иметь необходимые денежные средства и/или ценные

[20] По данным Euroclear и Clearstream

бумаги. Euroclear и Clearstream проводят сверку параметров сделки, и только после этого происходит ее совершение. Если на счете клиента во время совершения клиринга отсутствует необходимое количество активов, то система позволяет другим участникам предоставить покрытие под проведение этой сделки. В данном случае группа выступает лишь посредником, перераспределяя свободные денежные средства участников. Однако по правилам групп при требовании денежных средств собственником они должны быть сразу возвращены за счет кредитора с уплатой % за их использование. Возврат гарантируется одной из систем каждому своему участнику. Это дает еще один плюс участникам за счет того, что они могут распределять временно свободные денежные средства или бонды.

Еще один существенный момент при работе с группами Euroclear и Clearstream это то, что они производят расчеты (клиринг) несколько раз в день, а по многим инструментам в режиме реального времени. Одной из основных целей на ближайшее время является переведение клиринга по всем инструментам в режим реального времени как внутри систем так и между ними. Это позволит еще лучше отслеживать ситуацию на рынке.

Подводя итог, можно сказать, что благодаря расчетно-депозитарным институтам рынок евробондов смог развиваться значительно более высокими темпами, они помогли сократить издержки рынка, а так же сделать его более эффективным. Если бы их не существовало, то, скорее всего, рынок еврооблигаций не был так развит как сейчас. А это значит, что они являются базой для всего рынка.

Эмитенты

Текущая структура эмитентов рынка облигаций представлена на рисунке 1.2.7.

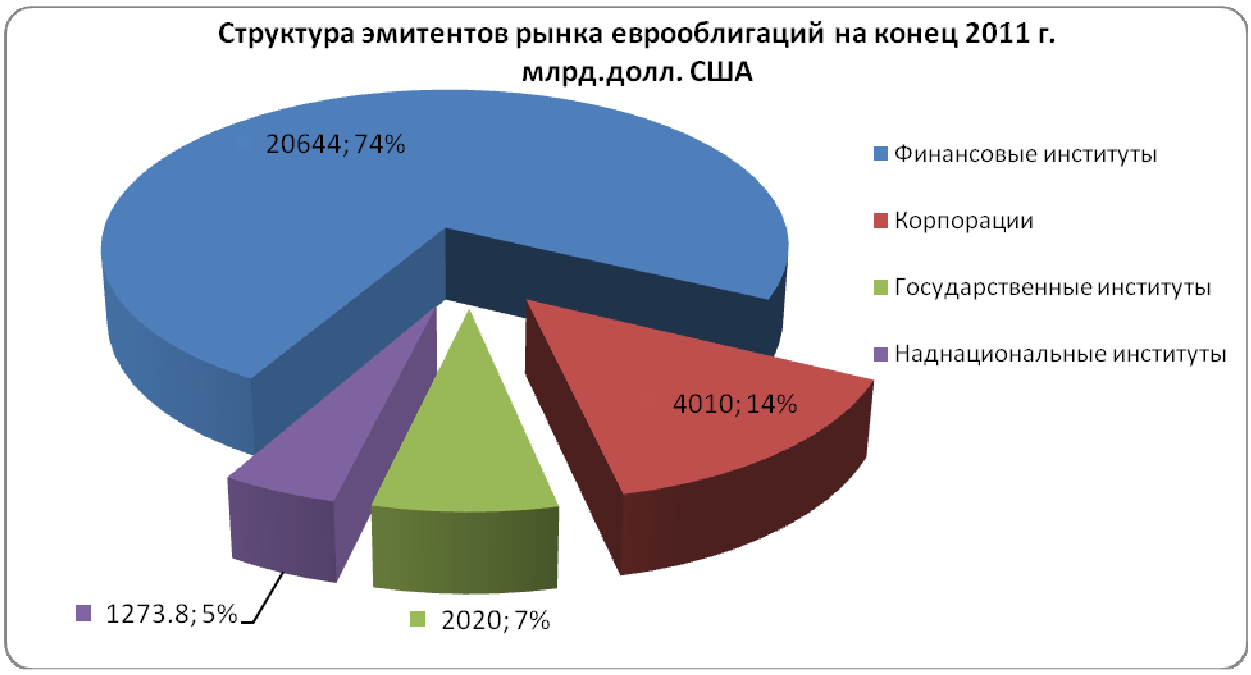

Рисунок 1.2.7 – Структура эмитентов на рынке еврооблигаций[21]

Так как на рынке еврооблигаций большинство выпусков бумаг являются необеспеченными, соответственно отличительной чертой заемщиков является их надежность. Если эмитент не имеет хорошей репутации и кредитоспособности, то у него не существует гарантий размещения выпуска.

Наибольшую часть рынка еврооблигаций (более 70%) составляют финансовые институты, к ним относятся частные банки и другие финансовые корпорации.

К эмитентам из группы государственных институтов относят правительства различных государств, региональные власти той или иной страны, а так же государственные организации. Эта группа – одна из самых неоднородных, так как в нее входят как развитые государства, так и государства, относящиеся к группе развивающихся. Суверенные рейтинги этих стран сильно отличаются, соответственно и стоимость заемных средств для них сильно отличается.

[21]По данным BIS Quarterly Review, March 2012 - http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qs1203.pdf

Еще одна группа заемщиков – это наднациональные институты. К ним относятся такие организации, как Группа Всемирного Банка, Европейский инвестиционный банк, ЕБРР и другие.

В 2011 г. крупнейшим заемщиком на рынке еврооблигаций выступило правительство Испании, занявшее боле 52 млрд. евро (см. табл. 1.2.1).

Таблица 1.2.1 – Крупнейшие эмитенты на рынке еврооблигаций[22]

№ п/п	Наименование эмитента	Доля рынка (%)	Сумма (млн. EUR)	Кол-во выпусков
1	Королевство Испания	4,2	52 474,60	94
2	UniCredit SpA	3,3	41 492,47	119
3	Intesa Sanpaolo SpA	3,2	39 735,20	101
4	KFW	3	38 005,00	57
5	European Investment Bank	2,8	34 826,04	36
6	Credit Agricole Groupe	2,6	32 321,18	114
7	Европейский Союз	2,3	29 450,00	9
8	State of North Rhine-Westphalia	2,2	28 194,44	131
9	Banco Santander SA	2	25 039,14	58
10	FMS Wertmanagement AoR	1,8	22 313,00	30
11	Groupe BPCE	1,8	22 142,41	74
12	WestLB AG	1,7	21 944,00	267
13	Caisse d'Amortissement de la Dette Social	1,6	20 296,50	30
14	Banco Popolare SC	1,6	20 137,74	73
15	Credit Mutuel-CIC Group	1,6	19 763,50	69
16	BNP Paribas SA	1,5	18 997,85	70
17	Norddeutsche Landesbank Girozentrale	1,5	18 984,00	177
18	LBBW	1,4	17 490,00	204
19	Европейский фонд финансовой стабильности	1,3	16 000,00	4
20	Deutsche Bank AG	1,3	15 782,12	106
21	Королевство Бельгия	1,2	15 105,00	10
22	BayernLB Holdings AG	1,2	14 978,00	116
23	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA	1,1	14 059,80	31
24	Commerzbank AG	1,1	13 933,69	60
25	ING Groep NV	1,1	13 928,06	34

[22] Данные Bloomberg.

Как видно из таблицы, на долю крупнейших 25 заемщиков за 2011г. пришлось почти 50% выпусков (48,4%) на сумму более 600 млрд. евро.

Инвесторы

Роль инвесторов на рынке облигаций состоит в том, что они предоставляют свободные денежные средства необходимые для заемщиков. Принято выделять две группы инвесторов на рынке еврооблигаций:

1. *Институциональные инвесторы*. К институциональным инвесторам относятся широкую группу организаций, а именно:
    a. пенсионные фонды;
    b. хедж-фонды;
    c. страховые компании;
    d. взаимные и благотворительные фонды;
    e. инвестиционные компании;
    f. крупные коммерческие банки;
    g. другие.
2. *Розничные инвесторы*. Выход розничных инвесторов на рынок, однако, сильно ограничен из-за относительно высокого входного порога. В среднем размеры сделок начинаются от 100 тыс. дол., хотя можно найти и дисконтные облигации, продающиеся в пределах 75-80 тыс.[23]

Посредники

Основными посредниками на рынке еврооблигаций обычно выступают крупные инвестиционные банки и компании по ценным бумагам. Ранжирование банков – организаторов выпусков еврооблигаций представлено в таблице 1.2.2.

Таблица. 1.2.2 – Крупнейшие банки организаторы[24]

№ п/п	Андеррайтер	Доля рынка (%)	Сумма (млн. евро)	Организованных выпусков
1	Deutsche Bank AG	6,6	83 166,06	434
2	BNP Paribas Group	6,3	78 978,34	337

[23] http://www.onlinebroker.ru/services/eurobonds/
[24] По данным Bloomberg.

3	UniCredit	5,5	69 579,64	311
4	HSBC Bank PLC	5	62 287,33	282
5	Credit Agricole CIB	4,7	59 386,55	241
6	Barclays	4,6	57 412,77	262
7	Societe Generale	3,8	47 274,29	208
8	Natixis	3,4	43 074,27	235
9	Intesa Sanpaolo SpA	3,1	39 284,54	140
10	Landesbank Baden-Wuerttemberg	3	37 669,88	365
11	Citi	2,8	35 459,12	153
12	UBS	2,7	34 445,08	173
13	JP Morgan	2,6	33 281,90	145
14	Commerzbank AG	2,4	30 520,86	218
15	DZ Bank AG	2,4	29 616,43	331
16	RBS	2,3	28 298,07	151
17	WestLB AG	2,2	27 600,68	336
18	Goldman Sachs & Co	2	25 642,49	123
19	Norddeutsche Landesbank GZ	2	25 250,61	182
20	Banco Santander SA	1,9	24 432,28	113
21	BayernLB	1,9	23 889,61	188
22	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	1,7	21 318,27	122
23	Credit Suisse	1,6	20 434,03	97
24	Bank of America Merrill Lynch	1,4	17 938,65	102
25	Morgan Stanley	1,2	14 766,78	71
26	ING Groep NV	1,2	14 585,73	82
27	Nomura Holdings Inc	0,9	11 795,73	57
28	Landesbank Hessen-Thuringen Girozentrale	0,9	11 677,52	101
29	Banco Popolare SC	0,8	10 069,61	49
30	Banca Monte Dei Paschi di Siena SpA	0,8	9 935,28	54

Банки, представленные в списке, провели за 2011 год организацию более 80% выпусков, на общую сумму более 1,029 трлн. евро.

Посредники в основном занимаются тем, что выводят эмитентов на рынок еврооблигаций. Они исполняют роль андеррайтеров при новом выпуске. Основное действующее лицо называется лид-менеджером (ведущим менеджером), часто такой банк также выполняет роль главного регистратора. Однако лид-менеджеры не всегда выступают в единственном

числе, часто встречаются соуправляющие. Ведущий менеджер создает эмиссионный синдикат, приглашая от 5 до 30 банков. Также выбирается основной платежный агент и попечитель. Основной платежный агент – это банк уполномоченный эмитентом выплачивать купоны владельцам облигаций и производить их погашение. Поручитель займа действует от имени инвесторов при нарушении условий займа со стороны эмитента. По правилам рынка лид-менеджер выпуска является и его маркет-мейкером, т.е. занимается поддержкой торговли на вторичном рынке.

1.3 Регулирование рынка еврооблигаций

Исторически сложилось, что рынок еврооблигаций не регулировался на законодательном уровне какой-либо страны. Однако для целей координаций участников между собой была необходима разработка правил и стандартов, которые регулировали бы деятельность этого рынка. Это привело к созданию саморегулируемых организаций. Принципов и норм, разработанных участниками СРО совместно с национальными регуляторами, придерживаются все профучастники рынка. В настоящий момент разработкой стандартов, требований и рекомендаций занимаются такие СРО как ICMA, EMTA и ISDA, а так же депозитарно-клиринговые системы Euroclear и Clearstream. Разработанная ими нормативная база агрегирует все основные правила наиболее влиятельных локальных регуляторов. Также СРО осуществляют контроль над своими членами на соответствие разработанным ими стандартам и рекомендациям. Более подробная информация о регуляторах рынка еврооблигаций, а также их структура, представлена ниже.

Международная ассоциация рынков капитала – ICMA[25]

Была создана в 2005 году путем слияния Международной ассоциации участников вторичного рынка (International Securities Market Association,

[25] Internatinal Capital Market Association.

ISMA) [26] и Международной ассоциации участников первичного рынка (International Primary Market Association, IPMA).

Головной офис располагается в Цюрихе, где изначально была создана AIBD, а также имеется филиал в Лондоне и представительство в Париже. Подразделение в Лондоне занимается решением организационно-технических проблем вторичного рынка евробондов.

Является саморегулируемой организацией. Миссией ICMA является содействие лучшим мировым практиками и стандартам и поддержание связей и взаимоотношений между ее членами. За все время существования была проделана большая работа для налаживания взаимоотношений между всеми участниками рынка. Создаются стандарты регулирования, правила осуществления соглашений, этика поведения и процедуры внутреннего решения конфликтов между членами СРО. ICMA предоставляет всем заинтересованным членам информацию по рынкам, а так же проводит образовательные курсы и семинары с выдачей дипломом и аттестатов.

Ассоциация дилеров, действующих на развивающихся рынках – EMTA[27]

EMTA является главной Ассоциацией для развивающихся рынков в сфере торговли и инвестиций и прилагает усилия по содействию развитию, эффективной и прозрачной торговли на развивающихся рынках и помогает интегрировать их в мировой рынок капиталов. EMTA проводит форум, на котором участники обсуждают актуальные вопросы для торгового и инвестиционного сообщества, и при необходимости создают альтернативные решения, приходят к консенсусу в решении отраслевых проблем и открытии новых возможностей.

EMTA была создана в 1990 году финансовым сообществом как результат новых торговых возможностей появившихся в Мексике и

[26] Эта организация существует с 1969 года, однако при ее создании носила название Ассоциация международных дилеров рынка облигаций (Association of International Bond Dealers, AIBD). Переименована в 1992 году

[27] Emerging Market Trader Association

Венесуэле в связи с исполнением плана Брейди. В целях развития рыночных механизмов были выпущены долговые ценные бумаги на сумму 50 млрд. долларов США. В то время создается организация под названием LDC Debt Traders Association. В мае 1992 года эта организация изменила свое название на Emergering Markets Traders Association в целях отражения характера своей деятельности более точно. В 2000 году Ассоциация приняла свое нынешнее имя, т.е. просто EMTA.

Международная ассоциация рынка свопов и деривативов – ISDA[28]

Была создана в 1985 году. Штаб квартира расположена в Нью-Йорке. ISDA является крупнейшей международной организацией объединяющей участников рынка производных финансовых инструментов. В состав ISDA входит более 800 финансовых институтов из 55 стран мира.[29] В состав входят различные нефинансовые предприятия и государственные учреждения, использующие деривативы для хеджирования рисков и оптимизации своей экономической деятельности, а так же крупнейшие дилеры рынка деривативов. ISDA приложила достаточно много усилий для создания инфраструктуры рынка деривативов. В качестве достижений в области регулирования можно выделить рамочное соглашение по производным финансовым инструментам, которое используется при заключения большинства сделок на рынке ПФИ.

[28] International swaps and derivatives association
[29] http://www2.isda.org/

Глава 2 Практический анализ рынка еврооблигаций российских эмитентов

2.1 Общая характеристика рынка еврооблигаций

Анализ рынка еврооблигаций российских эмитентов будет проведен в разрезе корпоративных и государственных еврооблигаций.

Корпоративные евробонды

Последние тенденции на рынке еврооблигаций. В 2011 г. рынок еврооблигаций российских эмитентов был неоднородным. В первой половине года рынок евробондов оставался под влиянием посткризисного восстановления мировой экономики, а во второй половине преобладали негативные тенденции.

Первая половина 2011 г. характеризовалась стабильным спросом инвесторов на российские корпоративные евробонды, чему способствовал ряд позитивных факторов:

- относительно невысокие процентные ставки на мировом рынке;
- улучшение финансовых показателей российских заемщиков;
- интерес глобальных инвесторов к вложениям в инструменты, относящиеся к emerging markets;
- положительная динамика макроэкономических показателей РФ;
- благоприятная конъюнктура на товарно-сырьевых рынках.

Укрепление рубля выступило дополнительным положительным фактором для эмитентов еврооблигаций, т.к. сделало заимствования в иностранных валютах более выгодными, чем в рублях, уменьшило вероятность неисполнения обязательств по погашению бумаг и выплате купонов, а так же сократило риски изменения валютных курсов. Особенно это было важно для компаний, не реализующих свою продукцию на внешних рынках, т.к. они не имеют постоянных валютных поступлений.

Во втором полугодии 2011г, так же как и в отдельные месяцы 2010г., нестабильность на мировом рынке капитала и проблемы с внешним долгом у ряда стран еврозоны стимулировала переток капитала в безрисковые активы, что вызвало снижение интереса зарубежных инвесторов к российским корпоративным евробондам. Так же ослабление рубля в отношении к мировым

валютам сделало заимствования на внешних рынках путем размещения валютных еврооблигаций значительно менее выгодным по отношению к началу года.

К концу 2011г. объем российских корпоративных евробондов составил 115,417 млрд. дол. США (в 2010 г. – 112,087 млрд., а в 2009г. – 99,393). Количество выпусков в обращении на конец 2011 г. практически не изменилось по сравнению с 2010 г. и составило 240 (в 2010 г. – 241, в 2009 г. – 254). За тот же период доля нефинансовых компаний-эмитентов на рынке евробондов была больше доли финансовых организаций. Доля евробондов финансовых организаций в структуре обращающихся выпусков составила 38,7%, и сократилась по отношению к 2010г. на 2,9%.

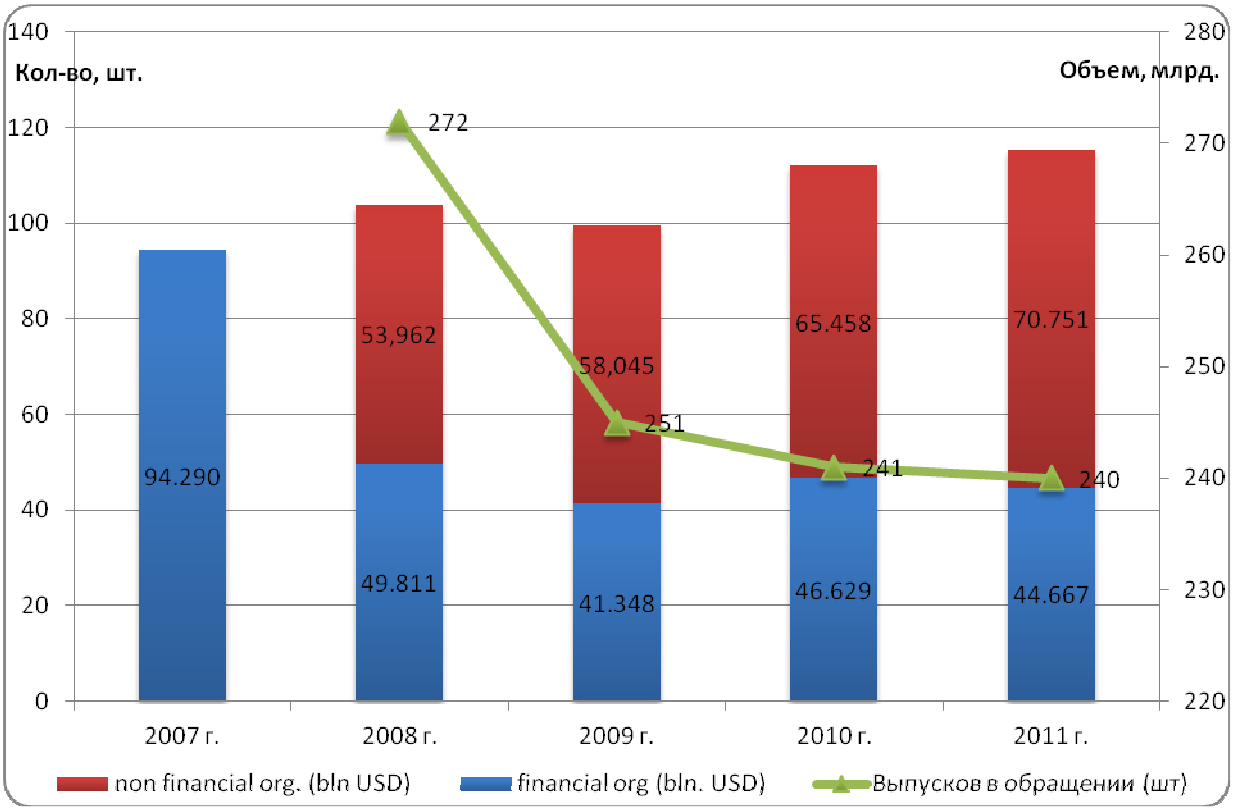

Рисунок 2.1.2 – Объемы евробондов российских эмитентов, находящиеся в обращении[30]

В 2011г. наиболее активно средства привлекались в первой половине года. Пик эмиссионной активности российских корпоративных заемщиков на рынке евробондов пришёлся на 2ой квартал (было размещено еврооблигаций почти на

[30] По данным информационного агентства Cbonds.info.

10,5 млрд. дол. США), при этом максимальный объем размещения был в июне и составил 4,590 млрд. дол. США.)

Во втором полугодии 2011г. эмиссионная активность снизилась, что было связано с негативными тенденциями на мировых финансовых рынках. В целом объем новых выпусков сократился на 27% по сравнению с 2010 г и составил 22,278 млрд. дол. США(в 2010г. – 30,478, а в 2009 г. – 16,910). При этом количество выпусков уменьшилось с 57 до 43. Заимствования, как и в предыдущие годы, осуществлялись в основном в долларах США (30 выпусков, суммарным объемом 16,311 млрд.). Привлекались средства и в других валютах, однако их список по сравнению с 2010г. сократился. Выпуски так же проводились в швейцарских франках, сингапурских долларах, рублях и британских фунтах.

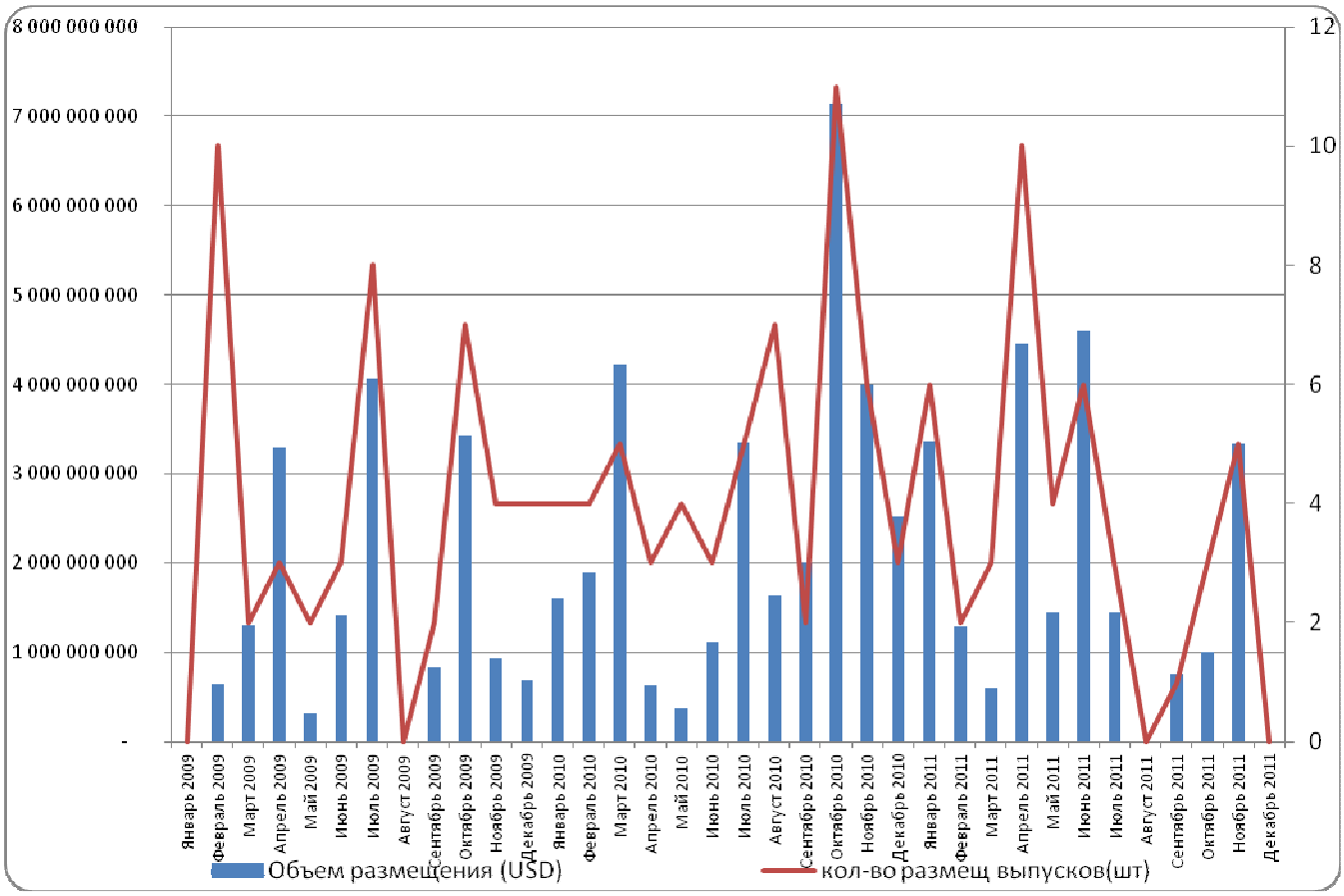

Рисунок 2.1.2 – Размещение российских корпоративных евробондов[31]

[31] По данным информационного агентства Cbonds.info.

Ключевые характеристики современного рынка российских евробондов. Стоит обратить внимание, что по сравнению с мировыми тенденциями (см. параграф 1.2, рисунок 1.2.7), в России большую часть заимствований проводят нефинансовые организации. Большая часть заимствований проводится в секторе ТЭК и телекомов, что в первую очередь связано с недоверием зарубежных инвесторов к национальной экономике. Так же огромное влияние на структуру заемщиков влияет и то, что на российском рынке практически все крупнейшие банки – государственные. У них нет необходимости в дешевом фондировании на зарубежных рынках, т.к. у них и так переизбыток ликвидности. Мелким же финансовым организациям выпуск евробондов недоступен из-за его дороговизны. А вот сырьевым предприятиям как раз необходимо постоянное привлечение инвестиционных ресурсов и делают они это на рынке евробондов, так как это обходится дешевле, чем привлечение средства на местном фондовом рынке и дешевле чем привлечение синдицированного кредита.

Наиболее крупные заимствования из корпоративных заемщиков провели ВымпелКом (5 выпусков объемом 3,7 млрд. дол.) и ОАО «Россельхозбанк» (один выпуск объемом 800 млн. дол. и два выпуска объемом 52 млрд. руб.)

Таблица 2.1.1 – Рэнкинг крупнейших эмитентов в 2011 г.[32]

№ п/п	Эмитент	Объем, млрд. USD	Кол-во выпусков	Эмиссии
1	Вымпелком	3,7	5	Вымпелком, 2022; Вымпелком, 2021 (LPN); Вымпелком, 2016-2 (LPN);Вымпелком, 2017; Вымпелком, 2014 (FRN)
2	Россия	3,149	1	Россия, 2018-2, RUR
3	Россельхозбанк	2,578	3	Россельхозбанк, 2016-2, RUR (LPN); Россельхозбанк, 2021 (LPN);Россельхозбанк, 2016-3, RUB (LPN, FRN)
4	Газпром	2,1	3	Газпром, 2016-2 (LPN24); Газпром, 2021 (LPN25); Газпром, 2012 (zero, ECP)

[32] По данным информационного агентства Cbonds.info.

5	НОВАТЭК	1,25	2	НОВАТЭК, 2021 (LPN); НОВАТЭК, 2016 (LPN)
6-7	Сбербанк России ОАО	1	1	Сбербанк России ОАО, 2021 (LPN)
6-7	Альфа-Банк	1	1	Альфа-Банк, 2021 (LPN)
8	Евраз Груп	0, 850	1	Евраз Груп, 2018-2
9-10	ВТБ	0, 750	3	ВТБ, 2018-2 (LPN); ВТБ, 2015, CHF (LPN); ВТБ, 2014, SGD
9-10	Металлоинвест	0, 750	1	Металлоинвест, 2016
	Сумма	**17,126**		

Количество бирж, на которых происходили размещения в 2011г. уменьшилось (по сравнению с 2010г.) с 7ми до 5ти. По количеству размещений, как и в предыдущие годы, лидируют Ирландская фондовая биржа (21 выпуск) и Лондонская фондовая биржа (8 выпусков). При этом на внебиржевом рынке в 2011г. было произведено всего лишь 4 размещения.

Несмотря на отрицательные настроения инвесторов в IV квартале 2011г., интерес инвесторов к евробондам российских эмитентов сохранялся и способствовал уменьшению стоимости и увеличению срока заимствования для российских компаний. В 2011 г. процентные ставки по новым выпускам были либо ниже чем в 2009-2010 гг. либо на уровне самых низких ставок размещения 2010г. Лучше всех было проведено размещение у ВТБ на сингапурской фондовой бирже, на котором было привлечено 300 млн. SGD с годовым купоном 3%. Средний срок обращения новых выпусков увеличился до 5,3 лет. Всего семь выпусков российских евробондов имели срок обращения менее 3х лет. Наибольший срок заимствования в 2011г. был у РЖД - 19,8 лет. (см. табл. 2.1.2).

Таблица 2.1.2 – Эмиссии российских корпоративных облигаций в 2011г.[33]

Эмитент	Объем эмиссии, млн.	Валюта	Дата окончания размещения	Дата погашения	Ставка купона, % годовых	Площадка размещения
Home Credit and Finance Bank	500	USD	11.03.2011	18.03.2014	7,0	Лондонская ФБ
Renaissance Capital	150	RUR	27.05.2011	7.06.2012	5,1	Внебиржевой

[33] По данным информационного агентства Cbonds.info.

ЗАО «АК «Алроса»	200	USD	18.04.2011	18.11.2011	дисконт	рынок
	200	USD	18.04.2011	19.12.2011	дисконт	
ОАО «Альфа-Банк»	1 000	USD	19.04.2011	28.04.2021	7,8	Лондонская ФБ
ОАО Банк ВТБ	750	USD	10.02.2011	22.02.2018	6,3	Ирландская ФБ
	300	SGD	26.05.2011	6.06.2014	3,4	Сингапурская ФБ
	300	CHF	27.10.2011	17.11.2015	5,0	н/д
ОАО «Банк Москвы»	150	SGD	27.01.2011	1.02.2013	4,3	Сингапурская ФБ
Внешэкономбанк	500	CHF	17.02.2011	17.02.2016	3,8	Швейцарская ФБ
«ВТБ Капитал»	500	RUR	5.04.2011	20.06.2014	9,5	Люксембургская ФБ
	500	RUR	18.04.2011	20.06.2016	9,5	
	755	RUR	16.09.2011	23.05.2016	11,0	
ОАО «ВымпелКом»	500	USD	26.01.2011	2.02.2016	6,5	Ирландская ФБ
	1 000	USD	26.01.2011	2.02.2021	7,7	
	200	USD	22.06.2011	29.06.2014	3m LIBOR + 400 б.п.	
	500	USD	22.06.2011	1.03.2017	6,3	
	1 500	USD	22.06.2011	1.03.2022	7,5	
ВЭБ-лизинг (ВЭБЛ)	400	USD	20.05.2011	27.05.2016	5,1	
ОАО «Газпром»	500	USD	19.10.2011	23.04.2012	дисконт	Люксембургская ФБ
	1 000	USD	16.11.2011	23.05.2016	5,0	Ирландская ФБ
	600	USD	16.11.2011	23.01.2021	6,0	
ГПБ (ОАО)	20 000	RUR	22.11.2011	24.11.2016	6m Mosprime	
	420	CHF	30.11.2011	9.12.2013	4,4	Швейцарская ФБ
Евраз Груп	850	USD	19.04.2011	27.04.2018	6,8	Лондонская ФБ
ОАО «КОКС»	350	USD	16.06.2011	23.06.2016	7,8	Ирландская ФБ
Металлоинвест	750	USD	14.07.2011	21.07.2016	6,5	Лондонская ФБ
Московский Кредитный банк	200	USD	28.07.2011	5.08.2014	8,3	Ирландская ФБ
ОАО «Новатэк»	600	USD	27.01.2011	3.02.2016	5,3	
	650	USD	27.01.2011	3.02.2021	6,6	
ОАО АКБ «Пробизнесбанк»	62	USD	31.03.2011	10.05.2016	11,8	
ОАО «Промсвязьбанк»	500	USD	15.04.2011	25.04.2014	6,2	Лондонская ФБ
ЗАО «Ренессанс Капитал»	325	USD	15.04.2011	21.04.2016	11,0	Ирландская ФБ
ОАО «РЖД»	650	GBP	15.06.2011	25.03.2031	7,5	
ОАО «Россельхозбанк»	32 000	RUR	15.04.2011	17.03.2016	8,7	
	800	USD	26.05.2011	3.06.2021	6,0	
	20 000	RUR	17.11.2011	23.11.2016	6m Mosprime	
ЗАО «Банк Русский стандарт»	150	USD	27.10.2011	3.05.2012	дисконт	Внебиржевой рынок

ОАО «Северсталь»	500	USD	19.07.2011	26.07.2016	6,3	Лондонская ФБ
ОАО «Сбербанк России»	1 000	USD	9.06.2011	16.06.2021	5,7	
«Тинькофф кредитные системы» Банк	175	USD	14.04.2011	21.04.2014	11,5	Ирландская ФБ
ОАО «ТМК»	500	USD	20.01.2011	27.01.2018	7,8	Лондонская ФБ

Суммарный объем выплат российских эмитентов по погашению выпусков в 2011г. составил 12,932 млрд. дол. США, против 15,750 дол. США в 2010г.

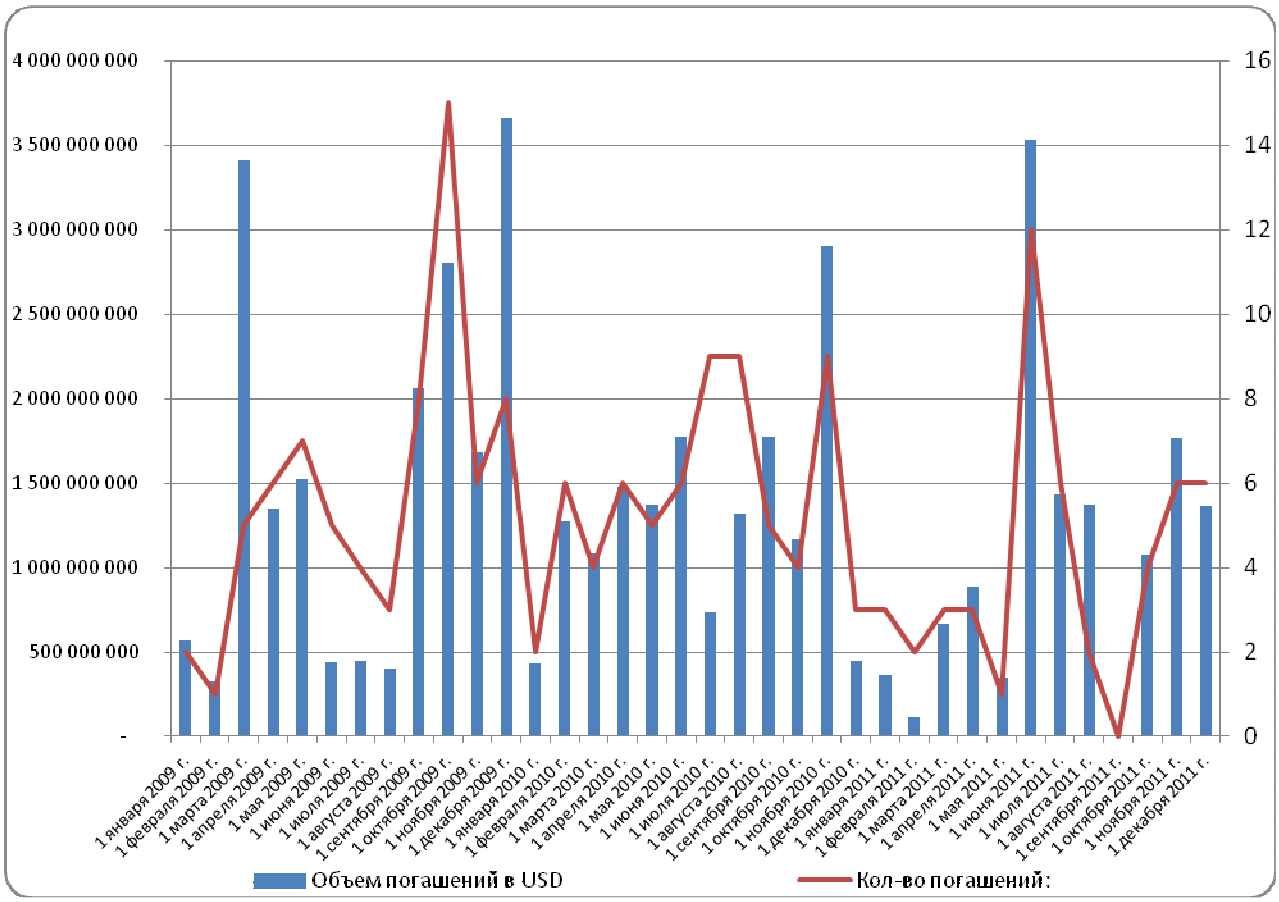

Рисунок 2.1.3 – Погашение российских корпоративных евробондов.[34]

О росте надежности и улучшении кредитного качества российских заемщиков может свидетельствовать сокращение количества дефолтов по корпоративным евробондам. Так в 2009 г. остро стояла проблема невыполнения обязательств у отдельных эмитентов, не относящихся к первоклассным заемщикам. Количество дефолтов составило 20 шт., так же было зафиксировано 18 технических дефолтов. В 2010 г. уже было 6

[34] По данным информационного агентства Cbonds.info.

дефолтов (3 по выплате основной суммы долга), а так же 6 технических дефолтов. А за 2011 г. был зафиксирован всего лишь 1 дефолт по не выплате основной суммы долга, который в последствии был реструктуризирован. Так же был всего 1 технически дефолт по выплате купона. Всему этому способствовало улучшение условий заимствования на внешнем и внутреннем рынках в начале 2011 г., что помогло российским эмитентам рефинансировать привлеченные ранее займы (см. рис 2.1.4).

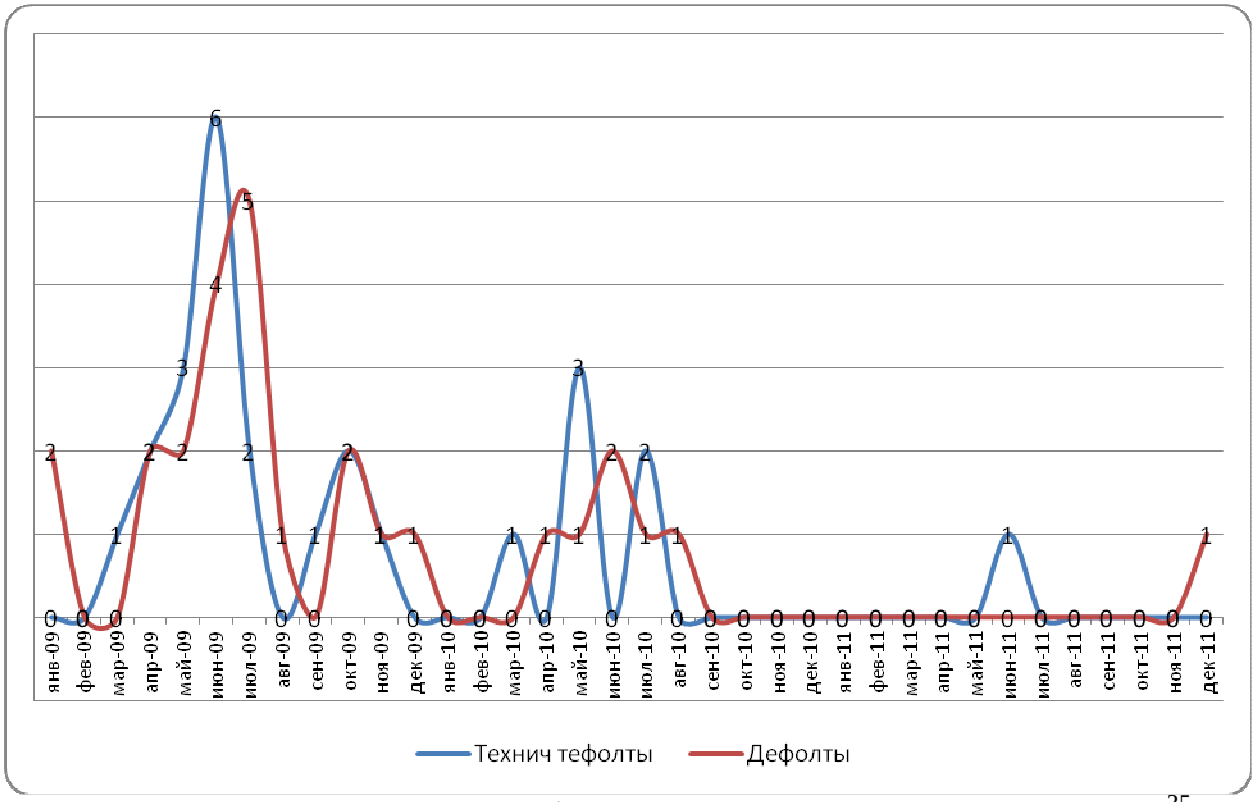

Рисунок 2.1.4 – Количество дефолтов по корпоративным евробондам[35]

[35] По данным информационного агентства Cbonds.info.

Анализ доходности корпоративных облигаций с 2009 года. Динамика доходности на вторичном рынке в течение 2009-2011гг. приведена на рис. 2.1.1.

В 2009 г. преобладала понижательная динамика доходности евробондов номинированных в долларах. В начале года среднее значение доходности бумаг инвестиционного класса равнялось 13,1% годовых, а по бумагам с рейтингами не инвестиционного класса – 23,4%. Однако к середине года доходность начала снижаться, что было связано, прежде всего, с началом выхода мировой экономики из рецессии после кризиса. До осени доходность резко снижалась из-за роста предложения денег в мировой экономике. Как следствие это вызывало увеличение спроса инвесторов на рисковые активы. За этот период доходности по облигациям инвестиционного класса снизились до 6,7% годовых, а по бумагам не инвестиционного класса до 8,2%. В конце года понижательная тенденция остановилась и на конец года доходности практически не изменились. По итогам года доходности бумаг были зафиксированы на уровнях 6,8% и 8,3% соответственно. Средняя доходность по году составляла 9,5% и 14,6% годовых.

2010 г. ознаменовался продолжением понижательной тенденции доходности евробондов. Однако в течение года наблюдались неоднократные всплески доходности инструментов всех рейтинговых категорий. Это происходило в периоды усиления напряженности на мировом рынке капитала (начало 1 кв. и начало 2кв.). К концу года доходности по евробондам с рейтингами инвестиционного класса снизились до 5,6% годовых, а с рейтингами не инвестиционного класса до 6,2% годовых, а средняя доходность составляла 6 и 7% годовых соответственно. Так же в 2010г. было осуществлено досрочное погашение по 3-м выпускам в связи с исполнением call-опциона. Всего было досрочно погашено 6 выпусков (см. табл.2.1.3).

Если в 2009 и 2010 гг. динамика доходности по бумагам инвестиционного и не инвестиционного классов была однородной, то в 2011г. в отдельные промежутки времени она была разнонаправленной. У доходности евробондов инвестиционного класса была слабая понижательная тенденция вплоть до августа, в то время как бумаги не инвестиционного класса показывали рост доходностей начиная с мая, из-за уменьшения к ним доверия зарубежных инвесторов. Так же в середине осени, когда рубль стал испытывать наибольшее давление из-за увеличивающегося оттока капитала и высокой волатильности цен на нефть и другие энергоресурсы, всплеск доходностей по бумагам не инвестиционного класса был значительно существеннее, чем по бондам эмитентов с более высокими рейтингами. По итогам года доходность по бумагам инвестиционного и не инвестиционного класса повысилась по сравнению с 2010г. и составила 6,18% и 8,66% годовых соответственно. Однако средние показатели доходности евробондов российских эмитентов уменьшились и составили 5,5% и 6,9% годовых[36].

Таблица 2.1.3 – Характеристика досрочно погашенных выпусков в 2010г.

Эмитент, номер выпуска	Объем выкупа, млн.	Объем эмиссии, млн.	Валюта	Объем в обращении после выкупа, млн.	Цена выкупа, % от номинала	Дата выкупа	Дата погашения	Примечания
ОАО АИКБ "Татфондбанк", 2010 (LPN)	116	200	USD	84	н/д	27.01.2010	26.04.2010	Обмен на новый выпуск эмитента
ОАО Банк ВТБ, 2015 (LPN7)	343	750	USD	0	100	4.02.2010	4.02.2015	Досрочное погашение в связи с исполнением колл-опциона
ОАО "Сбербанк России", 2015 (LPN)	1000	1000	USD	0	100	11.02.2010	11.02.2015	Досрочное погашение в связи с исполнением колл-опциона
ОАО "Казаньоргсинтез", 2015 (LPN)	99,2	200	USD	100,8	90	19.03.2010	19.03.2015	Досрочный выкуп в рамках реструктуризации выпуска
ОАО "Северсталь", 2013 (LPN)	706,4	1250	USD	543,6	н/д	27.10.2010	29.07.2013	Досрочный выкуп
ОАО "Альфа-банк", 2015 (LPN)	225	225	USD	0	100	9.12.2010	9.12.2015	Досрочное погашение в связи с исполнением колл-опциона

[36] Данные взяты с информационно-аналитического агентства cbonds.info

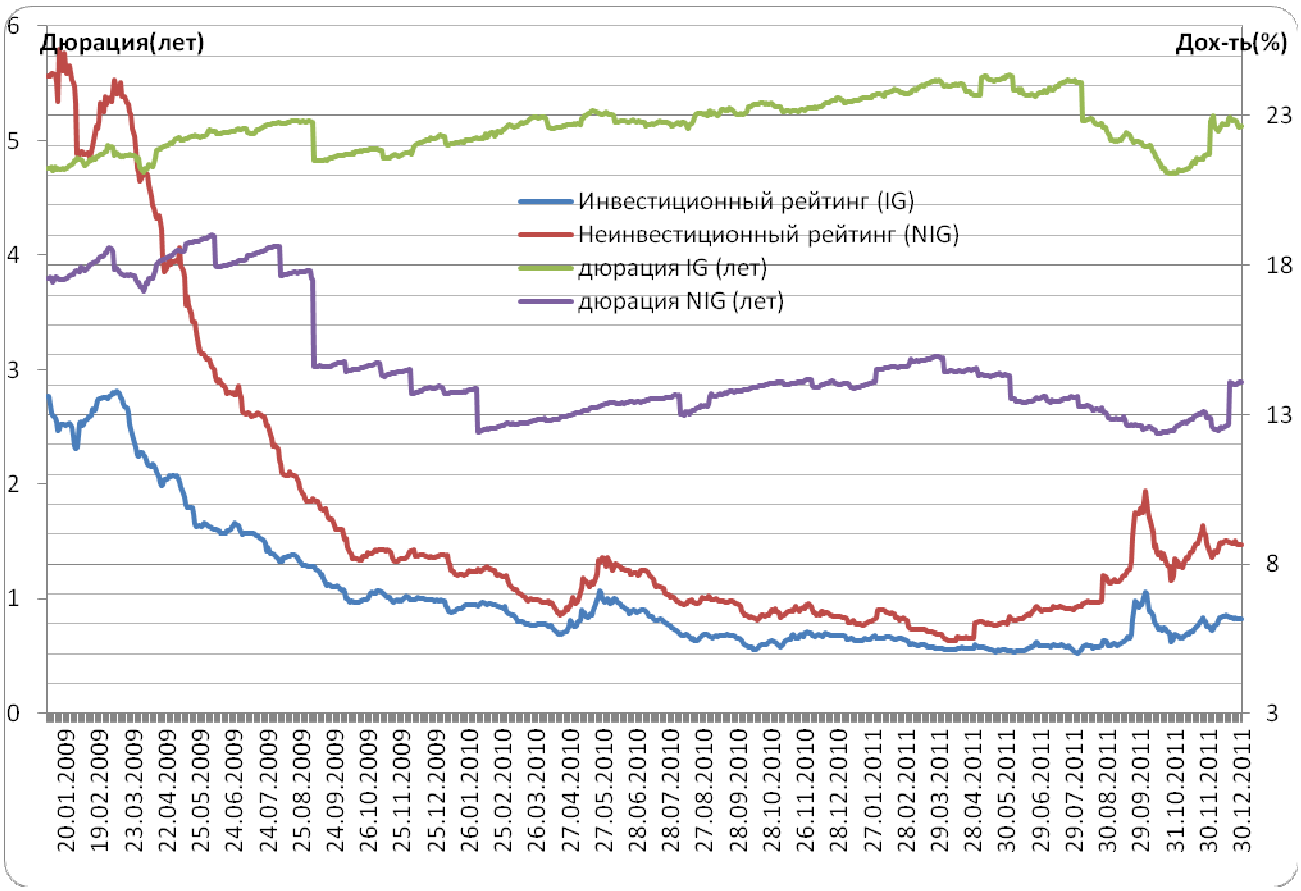

Рисунок 2.1.1 – Динамика эффективной доходности евробондов российских корп. эмитентов[37]

Резюмируя, можно сказать, что после 2008г. рынок имеет положительную динамику. В 2009г. рынок сумел быстро восстановиться после дестабилизации во время кризиса 2008г. Ведущие корпоративные эмитенты сохранили кредитоспособность, а их бумаги продолжили пользоваться спросом. В 2010г. продолжилась положительная динамика, и конъюнктура рынка заметно улучшилась. Рост интереса иностранных инвесторов к emerging markets способствовал улучшению условий заимствования и снижению доходностей на вторичном рынке. Однако во второй половине 2011г. конъюнктура рынка заметно ухудшилась. Иностранные инвесторы вновь начали уходить в безрисковые активы, ослабление рубля стало причиной снижения активности российских заемщиков на первично рынке евробондов. Все это так и не позволило

[37] По данным информационного агентства Cbonds.info. Критерии расчета индексов и отбора бумаг можно посмотреть в приложении X.

ценовым и объемным показателям рынка евробондов российских эмитентов вернуться на докризисный уровень.

Государственные евробонды

Период 2009-2011гг. отличался постепенным восстановлением мировой экономики после кризиса. Наблюдался постепенный рост доверия инвесторов к эмитентам. Как следствие увеличился объем выпусков евробондов как развитыми государствами, так и странами относящимися к emerging markets. Однако проблемная ситуация в ЕС и макроэкономические проблемы в других развитых странах способствовали увеличению интереса инвесторов к финансовым инструментам стран с формирующимися рынками. В результате этого в 2010 г. впервые после кризиса было проведено размещение евробумаг РФ («Россия, 2015», «Россия, 2020»), а в 2011 г. успешно разместили еще 1 выпуск суверенных евробондов (см. табл.2.1.3).

Таблица 2.1.3 – Основные характеристики новых выпусков в период 2009-2011 гг.

Эмитент	Рейтинг эмитента (M/S&P/F)	Бумага	Объем эмиссии	Валюта	Дата погашения
Россия	Baa1/BBB/BBB	Россия, 2015	2000000000	USD	29.04.2015
Россия	Baa1/BBB/BBB	Россия, 2018-2, RUR	90000000000	RUR	10.03.2018
Россия	Baa1/BBB/BBB	Россия, 2020	3500000000	USD	29.04.2020

Отдельно стоит упомянуть выпуск «Россия 2018-2». Во-первых, это был первый выпуск суверенных евробондов Российской Федерации, размещенный в рублях. Параметры выпуска: срок обращения – 7 лет, доходность – 7,85% год по основному выпуску и 7% по доразмещению, выплата купона – один раз в полгода. Во-вторых, этот выпуск стал новым типом государственных ценных бумаг – евробонды в рублях. Доходность по этим облигациям стала ниже доходности по ОФЗ на 70 б.п. Так же это был самый крупный выпуск на emerging markets из номинированных в

национальных валютах, а переподписка на доразмещения была более чем в 2 раза.

Так же стоит отметить, что в 2011г. вступили в силу нормы, предоставляющие право субъектам проводить внешние заимствования на финансирования бюджетного дефицита и погашение внешнего долга. Однако на них накладывается ряд существенных ограничений (например, получение кредитного рейтинга минимум от двух международных агентств, доля межбюджетных трансфертов из федерального в местный бюджет не должна превышать 5% собственных доходов), так что вряд ли в ближайшей перспективе муниципальные заемщики выйдут на рынок евробондов.

Таким образом, учитывая положительную динамику в спросе, как на корпоративные, так и на суверенные евробонды РФ, усилиям государства в создании репрезентативной шкалы доходностей, а также основные приоритеты долговой политики РФ на ближайшие годы[38], можно сказать, что рост рынка продолжится. Немаловажным фактором в этом является еще и то, что долговая нагрузка РФ составляет всего 11,2%, в то время как у большинства развитых стран долги превышают 50% по отношению к ВВП (например, США – 91,6%, Франция – 84,3%, Великобритания -77,2%)[39]. Суммарный же внешний долг по отношению к ВВП в 2011г. (корпоративные долги плюс суверенные заимствования РФ) составил 33%. Так же если удастся добиться повышения рейтинга, то возможно значительное снижение ставок по привлечению и уменьшение доходности по российским евробондам.

2.2 Исследование основных факторов, влияющих на развитие рынка

На сегодняшний день сегмент рынка еврооблигаций для большинства российских эмитентов является достаточно экзотичным и не является

[38] Поддержание высокого уровня кредитных рейтингов РФ инвестиционной категории с перспективой создания предпосылок для повышения рейтингов до категории “А”. Обеспечение постоянного доступа РФ и национальных корпоративных заемщиков к внутреннему и внешнему источникам заемного капитала на приемлемых условиях, минимизация стоимости заимствований. Поддержание безопасных тенденций в сфере внешнего долга российского корпоративного сектора.

[39] Imf.org

реальной площадкой для привлечения финансовых ресурсов. Несмотря на то, что российский фондовый рынок развивается достаточно быстро, его доля на мировых рынках капитала все еще очень скромна. Соответственно, привлекая ресурсы только на внутреннем рынке, заемщики ограничивают себя мизерной частью мирового рынка капиталов.

В связи с устаревшей материально-технической базой у российский предприятий, в ближайшие годы им потребуется привлекать большое количество финансовых ресурсов, однако внутренний рынок вряд ли сможет полностью удовлетворить спрос на них. Таким образом, все большему числу компаний придется выходить на рынок евробондов. На привлекательность финансирования российских заемщиков влияют следующие факторы, которые необходимо учитывать:

- степень интеграции РФ в мировое финансовое сообщество;
- состояние кредитных рейтингов (как суверенных, так и корпоративных);
- направление перелива международного капитала;
- общее состояние экономики России;
- распределение валют эмиссии.

Большое влияние на развитие рынка еврооблигаций российских эмитентов также окажет переход на международную систему учета и отчетности, поскольку это значительно упростит и удешевит подготовку организации выпуска, а следовательно даст толчок к фондированию на еврорынке предприятий для которых переход с российских стандартов на международные требует значительных вложений.

Далее рассмотрим подробнее эти факторы

<u>Степень интеграции РФ в мировое финансовое сообщество</u>

Глобализация экономики и растущая необходимость в финансовых ресурсах являются отличительными чертами современного времени. То, что РФ пока что достаточно слабо вовлечена в мировую экономику, подтверждается долей импорта относительно ВВП – 14%. В это же время у большинства развитых стран этот показатель находится в районе 25%. Объем прямых иностранных инвестиций составляет 0,53%, что так же существенно меньше, чем в остальных странах.[40]

Однако по многим экономическим показателям РФ находится на уровне стран с высокими инвестиционными рейтингами. Тем не менее, РФ все же относится к развивающим странам (что подтверждается текущими кредитными рейтингами корпоративных эмитентов). А евробонды развивающихся стран считаются инструментами скорее для спекулянтов, которые обладают достаточно недалеким горизонтом для инвестирования денежных средств и которые готовы нести высокие риски заемщиков ради получения большей доходности. Для крупных зарубежных инвесторов рынок еврооблигаций российских эмитентов остается пока что еще новым, в связи с такими факторами как текущая экономическая ситуация, особенности местного фондового рынка, а так же конвертируемость национальной валюты. Также крупных инвесторов отпугивает относительно низкий кредитный рейтинг эмитентов.

В целом же, можно сказать, что в ближайшее время процесс глобализации РФ в мировое сообщество будет продолжаться. Это принесет значимые преимущества для корпоративных заемщиков при выходе на мировые рынки капитала. Массовый выпуск евробондов позволит существенно увеличить объемы привлекаемых денежных средств, а так же это позволит уменьшить ставки, по которым привлекаются сейчас займы.

Состояние кредитных рейтингов

[40] По данным gks.ru и imf.org.

Благодаря тому, что в 2005 году Standard & Poor's повысило кредитный рейтинг РФ до инвестиционного уровня (BBB с прогнозом стабильный, последнее подтверждение – 21 декабря 2009г.)[41], расширились возможности для инвестиций в суверенные евробонды РФ. Повышение рейтинга и удержание его на этом уровне до текущего момента произошло благодаря улучшению показателей внешней ликвидности, а так же за счет значительного уменьшения внешней задолженности в 2004-2009 гг. а так же поддержание ее на низком уровне вплоть до сегодняшнего дня. Дальнейшее повышение суверенного рейтинга в ближайшее время вряд ли возможно, несмотря на рост ЗВР и улучшение финансового положения страны, поскольку он ограничивается высокими политическими рисками и слабым развитием секторов экономики не относящихся к нефтегазовому сектору.

В период до 2012г. корпоративные кредитные рейтинги инвестиционного класса в иностранной валюте получили такие компании как АИЖК, Росбанк, Атомэнергопром, Банк Москвы, Внешэкономбанк, группа ВТБ (ВТБ, ВТБ 24, ВТБ Капитал, ВТБ Страхование, ВТБ Лизинг, ВТБ Лизинг-Финанс), Газпром, Газпромнефть, ГМК Норникель, ИК Тройка диалог, Ингосстрах, Лукойл, Мегафон, Мосводоконал, НОВАТЭК, Новолипецкий меткомбинат, Первая Грузовая компания, РЖД, Роснефть, Россельхозбанк, Сбербанк, Транснефть, СОГАЗ, ТНК-ВР, Транскредитбанк, ФСК ЕЭС, а также челябинский трубопрокатный завод. Остальные же компании имеют либо рейтинг спекулятивного класса (BB+, Ba1 и ниже), либо вовсе не имеют международного кредитного рейтинга. Это существенно ограничивает выход на рынок евробондов, а так же удорожает ставки по заимствованиям.

Направление перелива международного капитала

[41] Moody's и Fitch ratings повысили свои рейтинги по РФ в 2003 и в 2004 гг. соответственно.

В последнее время мировой рынок капитала характеризуется крайней неустойчивостью и очень сильной подвижностью как национальных, так и международных валютных и финансовых рынков. Причиной этого является глобальная перестройка мировой экономической структуры. Произошли значительные структурные изменения в связи с тем, что многие развивающиеся страны провели реформирование своих рынков ценных бумаг.

Капитал всегда стремится найти наиболее эффективный инструмент для вложения, а финансовые рынки стремятся обеспечить эту возможность. Перетекая из одних регионов и стран в другие, он демонстрирует свои предпочтения в отношении риска, доходности и экономической ситуации в целом.

В конце 80-х гг. преобладали в основном европейские эмитенты, а уже в начале 90-х гг. значительно выросла доля азиатских. В начале же 2000-х гг. соотношение эмитентов по региональному признаку стало стабилизироваться. Ситуация на текущий момент представлена на рисунке 2.2.1.

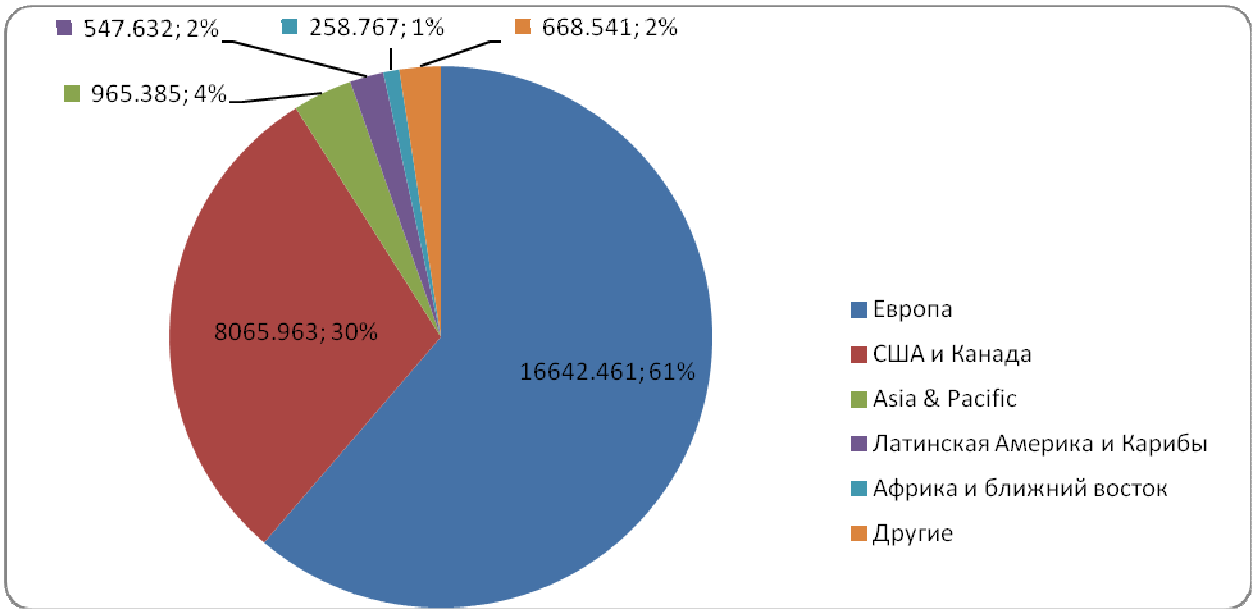

Рис. 2.2.1 – Объемы эмиссии евробондов по регионам (конец 2011г.)[42]

[42] По данным bis.org

Инвесторы первыми чувствуют нестабильность, они стараются уйти на более стабильные рынки (safe-haven). Это вызывает массовый отток иностранного капитала не только из определенного географического региона, но также и с других развивающихся рынков. Ярким примером может служить то, что в конце 90х-началае 2000х гг. в связи с азиатским кризисом очень сильно упали котировки евробондов РФ до значения в 15-30% от номинала. Так же большой отток иностранного капитала в 2000х гг. произошел и из стран Латинской Америки в связи с региональным кризисом. Аналогичная ситуация повторилась и во время финансового кризиса 2008 г., когда чистый отток капитала из РФ составил 129,9 млрд. дол. США.

Все это подтверждает, что во время кризисных ситуаций у крупных инвесторов возникает тенденция «бегства к качеству»- усиливается спрос на бумаги надежных эмитентов с высокими кредитными рейтингами.

Однако сейчас инвесторы начинают вновь вкладывать свои средства в развивающиеся страны, в связи с кризисными ситуациями у правительств некоторых европейских стран, ограниченности перспектив развития долгового рынка правительств ЕС, а так же в связи с низкой доходностью по бумагам США И ЕС. Россия же в данной ситуации, по сравнению с большинством стран emerging markets, все же является достаточно стабильной страной для иностранных инвесторов. Соответственно евробонды эмитентов РФ и их рынок, будут развиваться, т.к. представляют собой достаточной перспективное направление для зарубежных инвесторов.

Общее состояние экономики России

Если говорить об общеэкономических факторах, то рынок еврооблигаций является подвержен сильному риску изменения текущей ситуации. Новые выпуски евробондов редко проводятся в условиях глобальной нестабильности, ведь неблагоприятные изменения могут произойти как для эмитента так и для инвестора.

Взаимосвязь между экономическими циклами и объемом выпущенных еврооблигаций является достаточно тесной. В период экономических спадов компании-эмитенты стараются себя ограничить в выпуске облигаций, особенно если они деноминированы в другой валюте. Риски, которые возникают в этом случае могут быть достаточно существенными.

С другой стороны, если посмотреть на текущую ситуацию, то выпуск еврооблигаций может быть выгодным в условиях накачивания рынков ликвидностью. Финансовые институты, пытающиеся поддержать стабильность финансовой системы своей монетарной политикой, создали ситуацию, в которой индикативные ставки оказались на рекордно низких уровнях, тем самым создав условия для дополнительных займов для компаний у которых реально нет необходимости в них. При отсутствии же подобных мер, опасения по поводу спада состояния экономики приводят к росту этих же индикативных ставок, снижая желание эмитента фондироваться за счет привлеченных ресурсов.

Объемы потребительского кредитования так же оказывают значение на рынок евробондов российских эмитентов, т.к. при его росте банком необходимо привлекать дополнительные ресурсы, а рынок евробондов позволяет это делать по значительно более низким ставкам чем кредиты.

В целом же если в экономике страны устанавливаются благоприятные условия, то и эмитенты и инвесторы стараются повысить свою активность: первые из-за дешевого фондирования, а вторые из-за приемлемой доходности с низким уровнем риска

Распределение валют эмиссии.

Один из самых главных рисков при выпуске евробондов в нестабильное время – изменение валютных курсов. В случае изменения валютных курсов эмитент и инвесторы несут риски не только в отдаленном будущем, но так же и в ближайшей перспективе в связи с изменением суммы купонных платежей из-за сдвига курсов валют. Поэтому распределение валют эмиссии на рынке евробондов является очень важным фактором, влияющим на всех российских эмитентов. Исторически основной валютой выпуска российских эмитентов являлся доллар США, однако в связи с бурным развитием рынка традиционная база инвесторов стала недостаточно емкой для того чтобы воспринимать все более растущие потребности российских компаний. Так же размещения в традиционных валютах (доллар США и евро), как уже упоминалось ранее, могут быть ограничены аппетитом к риску у консервативных инвесторов из западной Европы или Америки. В свою очередь, при выпуске в валюте отличной от традиционной, компания расширяет базу своих инвесторов, диверсифицирует валютные риски, а так же находит возможность более дешевого и длинного фондирования.

Основными валютами выпусков российских эмитентов (кроме традиционных) на данный момент являются сингапурские доллары, китайские юани, британские фунты, швейцарский франк а так же рубль. Рассмотрим каждую из них чуть подробнее.

Выпуски в сингапурских долларов привлекают эмитентов тем, что на этом рынке присутствует стабильная база инвесторов, которую привлекают эмитенты с инвестиционными рейтингами. Так в 2011 году было произведено два выпуска в сингапурских долларах, которые позволили привлечь заемный капитал по ставкам ниже, чем на долларовом рынке, а это значит что в дальнейшем российские эмитенты продолжат на нем размещаться. В фунтах чаще всего номинируются выпуски при которых необходимо привлечь долгосрочное финансирование, т.к. для рынка фунта

характерны заимствования на 15-30 лет. В случае же если эмитент не хочет проводить листинг на фондовой бирже и получать кредитный рейтинг, то в этом случае самым привлекательным является рынок Юаня, хотя и заимствования на нем редко превосходят по срокам 5 лет. Поэтому для не очень крупных эмитентов, только выходящих на рынок евробондов наиболее привлекательной валютой будет именно юань. Отдельно стоит упомянуть про размещения в швейцарских франках. За последние три года франк имел наибольшую популярность у российских эмитентов евробондов, Это прежде всего связано с тем, что база инвесторов в данной валюте представлена в основном швейцарскими банками, которые не потеряли интерес к российским бумагам даже в то время когда в других валютах инвесторы ушли к качеству. Ну и наконец, при размещении евробондов в рублях эмитенты получают хорошую возможность привлечь значительные объемы средств в национальной валюте по сравнению с размещением на внутреннем рынке. Это прежде всего связано с тем, что при укреплении рубля иностранные инвесторы готовы вкладывать значительные объемы средств, а локальный рынок имеет ряд барьеров. Таким образом, евробондовый рынок в рублях становится едва ли не единственным вариантом выхода зарубежных инвесторов на долговый рынок рубля.

Таким образом, при выпуске в каждой из валют эмитент обращается к различной базе инвесторов, которые имеют различное отношение к российским эмитентам. При выпуске в азиатски валютах – привлечение коротких и дешевых денег, во франках – привлечение стабильного фондирования в периоды потрясений мировой экономики, британский фунт возможен для инвесторов лишь высшего кредитного класса, и помогает привлечь длинные деньги, а российский рубль целесообразно использовать в период его укрепления, когда к нему наблюдается повышенный интерес зарубежных инвесторов.

Глава 3. Перспективы развития рынка еврооблигаций российских эмитентов

3.1. Основные проблемы рынка еврооблигаций и пути их решения

Рынок евробондов российских эмитентов все еще не сильно развит, и, несмотря на очевидные плюсы для заемщиков, существует так же много проблем, затрудняющих выход на международный рынок капитала.

1. Организационные и финансовые проблемы

Основной проблемой для мелких и средних компаний, решивших выпустить евробонды, является очень большой объем документации необходимый для организации выпуска и, соответственно, большие затраты связанные с подготовкой этих документов при первоначальном выходе на рынок. При первичном выходе на данный рынок необходимо подготовить большой объем документов, предоставить отчетность по МСФО. Так же желательно получить рейтинг у международного рейтингового агентства.

К основным документам, которые необходимы при выпуске евробондов относятся[43]:

- проспект эмиссии (если это требуется по законодательству страны или если выпуск проходит листинг на фондовой бирже);
- соглашение о подписке – соглашение между эмитентом и менеджером займа в котором указаны условия андеррайтинга, методы оплаты и т.д.;
- соглашение о финансовом агенте;
- соглашение между менеджерами организации займа;
- подтверждение аудитора;
- юридическое заключение;
- перечень существенных событий и документов.

Все это вызывает не только крупные финансовые затраты, но так же требует значительного промежутка времени для проведения всех

[43] http://www.old.rcb.ru/Archive/articles.asp?id=4679

предварительных процедур. Таким образом, средняя цена подготовки к первичному размещению начинается от 0,8 млн. дол., не считая комиссию андеррайтера и финансового консультанта (см. таблицу 3.1.1). По времени организация выпуска для эмитента занимает минимум 13-16 недель, а при первичном выходе на рынок может доходить и до 1,5 лет (в зависимости от компании, ведет ли она отчетность по международным нормам, насколько быстро может предоставлять информацию организаторам выпуска и т.д.)

Таблица 3.1.1 – Примерные затраты при первичном размещении евробондов[44]

Наименование	Примерная стоимость, тыс. дол.
Услуги международных юристов	375-450
Услуги платежного агента	18-25
Услуги международных рейтинговых агентств	100-200
Услуги международных аудиторов	100-200
Типографские расходы	20-35
Листинг на фондовой бирже	10-15
Услуги попечителя/финансового агента	15-20
Roadshow	75-100
Комиссия за размещение, андеррайтинг.	0,4-1,2% от объема эмиссии
Комиссия финансового консультанта	По согласованию
Комиссия за гарантию (если есть)	По согласованию

2. Структурирование выпуска

Второй проблемой для эмитента является необходимость получить разрешение у локального регулятора на выпуск евробондов в иностранной валюте. Однако тут есть различия в зависимости от того как организуется выпуск евробондов.

Данная проблема решается путем правильного выбора схемы эмиссии при выпуске бумаг. В текущей ситуации российские компании используют несколько вариантов выпуска:

- размещение напрямую (очень редко)[45];

[44] Cbonds Review, справочник эмитента 2011

[45] Например выпуск конвертируемых еврооблигаций Vostok Energy.

- размещение через SPV.

В случае прямого выпуска от имени российской компании необходимо получить разрешение на эмиссию ценных бумаг выраженных в иностранной валюте и размещающихся за рубежом как у регулятора рынка (ФСФР) так и у ЦБ РФ. Так же при прямом выпуске необходимо зарегистрировать проспект эмиссии у локального регулятора. При выпуске же через SPV необходимо только получить разрешение у ЦБ на выполнение операции в валюте, связанной с кредитом, полученным от нерезидента, со сроком более 180 дней, а так же с его обслуживанием и погашением.

При первом варианте, как уже упоминалось ранее эмиссия проходит по правилам российского законодательства. Соответственно необходимо сначала соответствовать всем требованиями регулятора рынка и зарегистрировать проспект эмиссии в России. После этого производится легализация выпуска в стране размещения, что опять несет с собой юридические сложности по таким вопросам как налоговое законодательство, валютное и требования зарубежного регулятора.[46]

Размещение же через SPV позволяет преодолеть данные сложности. При данной схеме специально созданная компания эмитирует евробонды от своего имени, но под гарантию материнской компании. В текущей рыночной практике используется два варианта организации выпуска:

- эмиссия дочерней компанией российского эмитента;
- эмиссия евробондов иностранным андеррайтером.

При эмиссии дочерней компанией российского эмитента облигации проходят листинг на зарубежной площадке. После этого полученные SPV средства могут передаваться материнской компании либо посредством займа, либо же она может передать их на депозит в банк, который в свою очередь уже выдаст кредит материнской компании. Компания SPV обычно создается в белом оффшоре (Нидерланды, Люксембург, Ирландия) т.к. это достаточно респектабельные юрисдикции, а их законодательство при грамотном

[46] http://www.cfin.ru/management/finance/capital/borrowed_reserves.shtml?printversion

планировании позволяет платить налоги по мизерным ставкам (например в Нидерландах – менее 1%).

При втором варианте эмитентом евробондов является какой-либо крупный инвестиционный банк, который проводит эмиссию специально под кредитование российского заемщика. При данной схеме российская компания так же является конечным получателем денежных средств от эмиссии. Однако при этом варианте размещения существует проблема упомянутая в первом пункте, а именно – значительная комиссия банка андеррайтера, что значительно снижает привлекательность такого выпуска для заемщика.

2. ***Получение международного рейтинга***

Еще одна проблема, тесно связанная с первой, это определение международного статуса эмитента. Процент, под который заемщики привлекают деньги на евродолговом рынке, напрямую зависит от его положения. Ведь основные заемщики на рынке евробондов это государства и компании, имеющие мировое имя. Компаниям же известным только на внутреннем рынке значительно сложнее разместиться на рынке. Чтобы как-то нивелировать этот недостаток компании стараются получить международные рейтинги.

3. ***Раскрытие информации об эмитенте***

Хотя многие евробонды размещаются на рынке OTC[47] - расшифровать, листинг на фондовой бирже все еще остается хорошим механизмом привлечения широкого круга инвесторов. А это значит, что возникает следующая проблема для эмитентов первый раз выходящих на рынок – раскрытие информации. Например на LSE[48] к листингу не допускаются бумаги без проспекта эмиссии. Одним из основных аспектов является требование о немедленном раскрытии эмитентом «внутренней» информации, которая:

[47] OTC – Over-the-counter – внебиржевой рынок ценных бумаг
[48] LSE – London Stock Exchange

- не содержится в публичных источниках;
- касаются (напрямую или опосредованно) эмитентов соответствующих инструментов или самих этих инструментов;
- если бы были обнародованы, то оказали бы значительное влияние на стоимость, цену соответствующего инструмента.

Считается, что информация способна значительно повлиять на цену, если можно с определенной уверенностью предположить, что ею будет руководствоваться «разумный инвестор» при принятии им решения о том, стоит ли ему приобретать данные ценные бумаги. Эмитент также обязан составить списки всех сотрудников (постоянных, временных, прочих), имеющих доступ к такой «внутренней» информации.

Учитывая, что многие российские компании предпочитают не раскрывать своих бенефициаров, то это также является ограничивающим фактором при выходе на евродолговой рынок

4. <u>Налогообложение выпуска и его обслуживание</u>

Следующей проблемой, которая может сказаться на всем дальнейшем развитии рынка евробондов российских эмитентов, это новая инициатива Минфина по поводу взимания налога на прибыль с процентов, выплачиваемых в адрес зарубежных держателей евробондов[49]. По мнению Минфина SPV не должны попадать под соглашение об избежании двойного налогообложения т.к. не являются конечными бенефициарами платежей. Главная проблема здесь заключается в том, что по большинству выпусков евробондов наши эмитенты используют SPV, находящиеся в зарубежной юрисдикции (Ирландия, Люксембург, Нидерланды). Через эти компании технически осуществляется выплата купонов держателям облигаций и выпуск эмиссии.

Практически во всех проспектах эмиссии евробондов существуют условия о том, что конечный держатель бумаг застрахован от возможных изменений налогового режима в стране эмитента. Следовательно, изменение

[49] Письмо минфина от 30 декабря 2011 г. №03-08-134/1

в налогообложении купонных выплат не должно никак влиять на конечного держателя бондов и он должен получить номинальный купон. Это приводит к тому, что эмитент будет обязан повысить сумму купона на такую величину, чтобы все расходы по выплате налога не затронули конечного держателя. Получается что при текущих процентных ставка (6-7%) эффективная ставка может увеличиться для заемщика на 1,5-1,75%. Такое повышение ставок значительно сократит привлекательность рынка евробондов для новых эмитентов, и они скорее уйдут на внутренний рынок заимствований. Так же у некоторых выпусков могут сработать ковенанты и компаниям придется досрочно погашать обращающиеся выпуски.

Основными заемщиками на рыке являются компании, представляющие собой госсектор. Поэтому данное предложение Минфина мешает интересам госкомпаний и значительно сокращает вероятность успешного размещения будущих выпусков.

Таким образом, это может очень негативно отразиться на всем рынке еврооблигаций российских эмитентов, т.к. во-первых, приведет удорожанию заимствований на международном рынке, а во-вторых, снизит популярность российских бумаг, т.к. приведет к тому, что инвесторы будут уходить от налоговых рисков РФ в бумаги других стран.

Однако Минфин все же обнародовал окончательный проект законопроекта освобождающий заемщиков от обязанности удерживать налог с выплат по евробондам, выпущенным до 1 января 2013 года. Так же в нем говорится о том что по бумагам выпущенным после этой даты налогом будут облагаться только платежи, выплаченные в адрес офшорных юрисдикций у которых нету соглашения с Россией об избежании двойного налогообложения. Для этого на заемщиков возлагается обязанность идентифицировать владельцев еврооблигаций «первого уровня», т.е. держателей зарегистрированных в депозитарно-клиринговых системах.

"Это компромиссное решение — заемщики хотели не просто освобождения от обязанности удерживать налог в России, а полного

освобождения процентов по еврооблигациям от налогообложения",— сказала "Ъ" Екатерина Лазорина из PricewaterhouseCoopers. По ее словам, пока обязанность уплаты налога формально не отменена, но, как ее можно реализовать на практике, неясно. Михаил Клементьев из КПМГ расценил изменение позиции Минфина "как однозначно позитивное", но также отметил "неясность" практической реализации поправок. К примеру, непонятно, будут ли определяться в качестве держателей "первого уровня" посредники на рынках капитала — брокеры или доверительные управляющие. Кроме того, необходимость идентифицировать держателей из офшоров и удерживать с них 20-процентный налог усложнит процедуры налогового контроля в российских компаниях-заемщиках. Он полагает, что налогообложение этих выплат предпочтительнее отменить[50]. .

3.2. Прогноз развития рынка еврооблигаций

Рынок евробондов российских эмитентов – один из самых динамично развивающихся финансовых рынков в России. На текущий момент его объем составляет более 115 млрд. дол., объем же внутреннего рынка на конец 2011 года составил 109,51 млрд. дол.(3436,579 млрд. руб.).

Предпочтения в заимствовании на внешнем рынке крупными эмитентами обосновывается несколькими факторами. Во-первых, на еврорынке более низкие процентные ставки по сравнению с внутренним рынком, и выгода, получаемая от низких ставок, значительно более существенная, чем затраты на организацию выпуска. Во-вторых, рынок евробондов привлекает эмитентов возможностью размещать крупные объемы облигаций. Объем эмиссии на рынке евробондов в 4-7 раз превышает среднюю величину рублевых выпусков [51]. Третьим фактором почему российские эмитенты продолжают выпускать евробонды это приобретение кредитной истории, которая в будущем позволит еще больше снизить ставки

[50] Газета Коммерсантъ №31(4816(от 21.02.2012 – http://kommersant.ru/doc/1877974

[51] Подсчитано на основании данных информационно-аналитического агентства Cbonds.info по эмиссиям свыше 1 млрд руб.

по заимствованиям. Последним же фактором, который способствует выходу российских эмитентов на рынок евробондов является прозрачность и удобство законодательства, как впрочем и правил торговли.

Европейский сегмент заимствований оценивается в сотни миллиардов долларов. В последние годы после кризиса вновь возобновился интерес американских институциональных инвесторов к рынкам emerging markets, что подтверждается успешными размещениями в начале 2012 г. А это означает, что для российских эмитентов рынок привлечения средств становится значительно больше.

Рассмотрим отдельно корпоративный и суверенный сегмент, а также перспективы развития совместно с возможными драйверами роста отдельных сегментов.

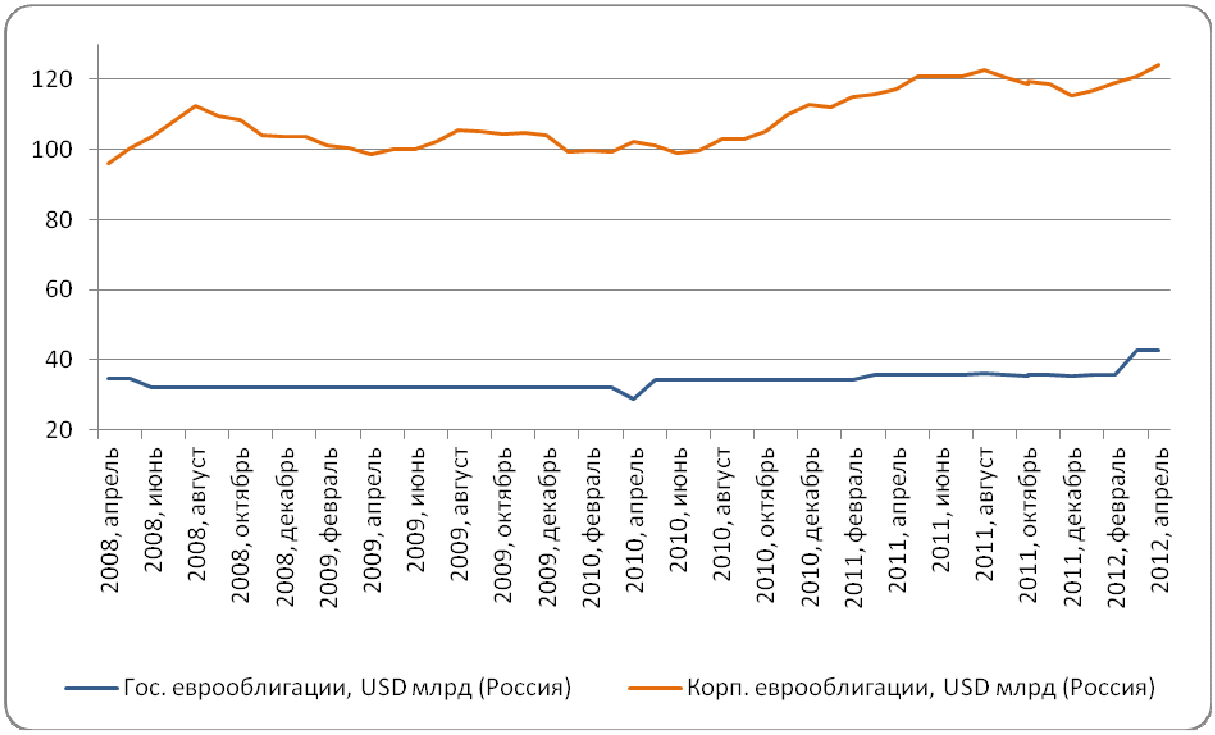

Рисунок 3.2.1 – Объем выпущенных в обращение евробондов[52].

Для начала проанализируем ситуацию с потенциалом государственных еврооблигаций.

Заимствования на рынке должны проводится государством для финансирования дефицита государственного бюджета. Однако последние

[52] По данным информационного агентства Cbonds.ru.

годы потребности в заимствованиях почти не наблюдается: в условиях высоких цен на нефть доходы покрывают расходные статьи с запасом, а если этого не происходит, дефицит оказывается в небольшом размере.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012о	2013о
Доходы (трлн. руб.)	7,78	9,28	7,34	8,3	14,106	9,503	10,379
Расходы (трлн. руб.)	5,99	7,57	9,66	10,12	11,022	11,203	12,175

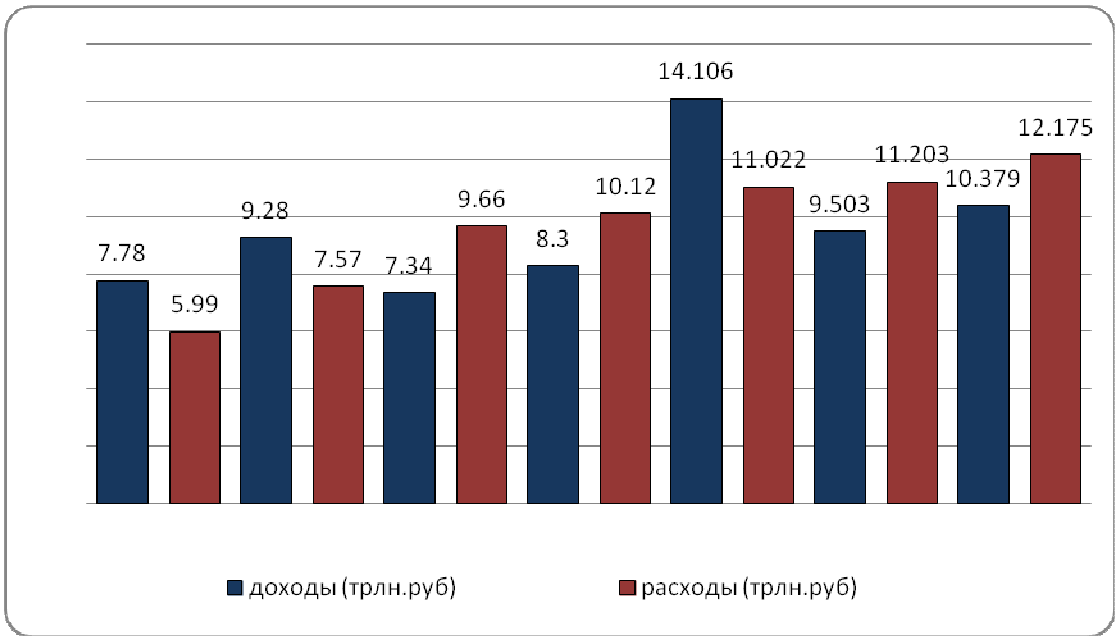

Рисунок 3.2.2 – Доходы и расходы федерального бюджета РФ

В настоящее время заимствования Министерством финансов Российской Федерации производятся в основном с целью формирования ориентиров по доходности для инвесторов и эмитентов, а также привлечения новых инвесторов и повышения их доверия к суверенным долговым бумагам России.

В 2011 году Минфин выпустил документ «Основные направления государственной долговой политики Российской Федерации на 2012-2014 гг.», в котором рассматриваются основные направления и факторы, определяющие поведение Минфина в отношении долга РФ на

среднесрочную перспективу. Так, в качестве основных целей поддержания доступа инвесторов к государственным еврооблигациям указаны следующие:

- осуществлять размещения еврооблигаций Российской Федерации в ограниченных объемах с учетом имеющегося спроса;
- формировать репрезентативную кривую доходности заимствований в различных валютах, прежде всего, в долларах США и евро;
- ограничивать размещение на международном рынке капитала еврооблигаций в рублях;
- создавать предпосылки для привлечения долгосрочных инвесторов, диверсифицированных по типам и географическому признаку;
- поддерживать постоянный диалог с широким кругом глобальных инвесторов.[53]

Очевидно, что Минфин не планирует выпускать огромные объемы евробондов, а лишь поддерживает активность в данном сегменте на долгосрочную перспективу, чтобы в случае необходимости иметь широкую базу инвесторов и хорошую репутацию.

К тому же, основным инструментом заимствования государства являются обычные облигации (ГКО и ОФЗ), причем объем фондирования в этом инструменте почти на два порядка выше объемов выпущенных еврооблигаций.

[53] «Основные направления государственной долговой политики Российской Федерации на 2012-2014 гг.»

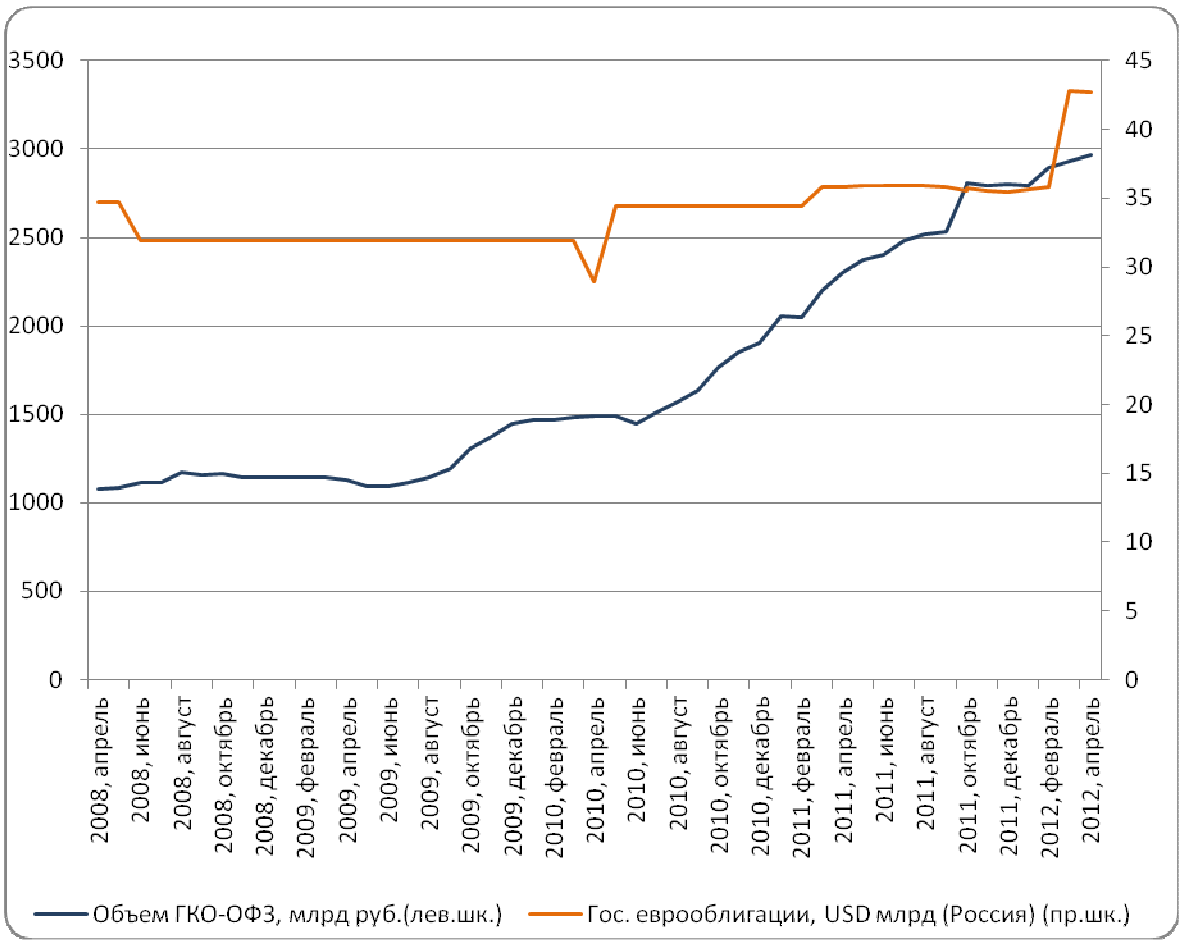

Рисунок 3.2.3 – Динамика объемов госзайма

С этим связан фактор, которые будет действовать негативно на объемы выпускаемых евробондов Российской Федерации – доступ зарубежных инвесторов на рынок российских суверенных бумаг (ОФЗ). Так, с июня 2012 года они получат упрощенный доступ к российским государственным облигациям. Ситуация следующая: в настоящий момент, чтобы купить ОФЗ иностранный инвестор мог либо купить структурированный продукт на российскую облигацию, либо купить облигацию непосредственно на ММВБ. Однако первый вариант несет существенные временные и финансовые издержки, а также риски неисполнения контрагентом своих обязательств. То есть инвестор получал дополнительные риски с более низкой доходностью. Вариант покупки облигации на ММВБ был бы выгоднее, но инвестору было необходимо в этом случае открывать счет в локальном депозитарии (что крайне затруднительно и долго), а также брокерский счет на ММВБ. В июне 2012 года иностранные инвесторы, имеющие счет в Clearstream, получат

возможность[54] покупать государственные облигации России. Таким образом, у российских суверенных еврооблигаций может снизится спрос в пользу ОФЗ. С другой стороны, еврооблигации России, номинированные в долларах и евро имеют преимущество перед ОФЗ, поскольку часто инвесторы не хотят нести валютный риск или же дополнительно хеджировать его.

Таким образом, по всей видимости, мы не увидим крупных размещений еврооблигаций в суверенном сегменте.

В корпоративном секторе ситуация немного другая. Компаниям необходимы ресурсы, у них есть реальная потребность в фондировании. Поэтому расширение базы инвесторов, а соответственно и потенциальных заемных ресурсов – чрезвычайно важный момент для компаний. Однако на графике ниже видно, что темпы роста кредитования на внутреннем рынке за счет облигаций растут гораздо большими темпами, нежели объемы выпущенных еврооблигаций, объемы которых даже сейчас больше обыкновенных долговых бумаг.

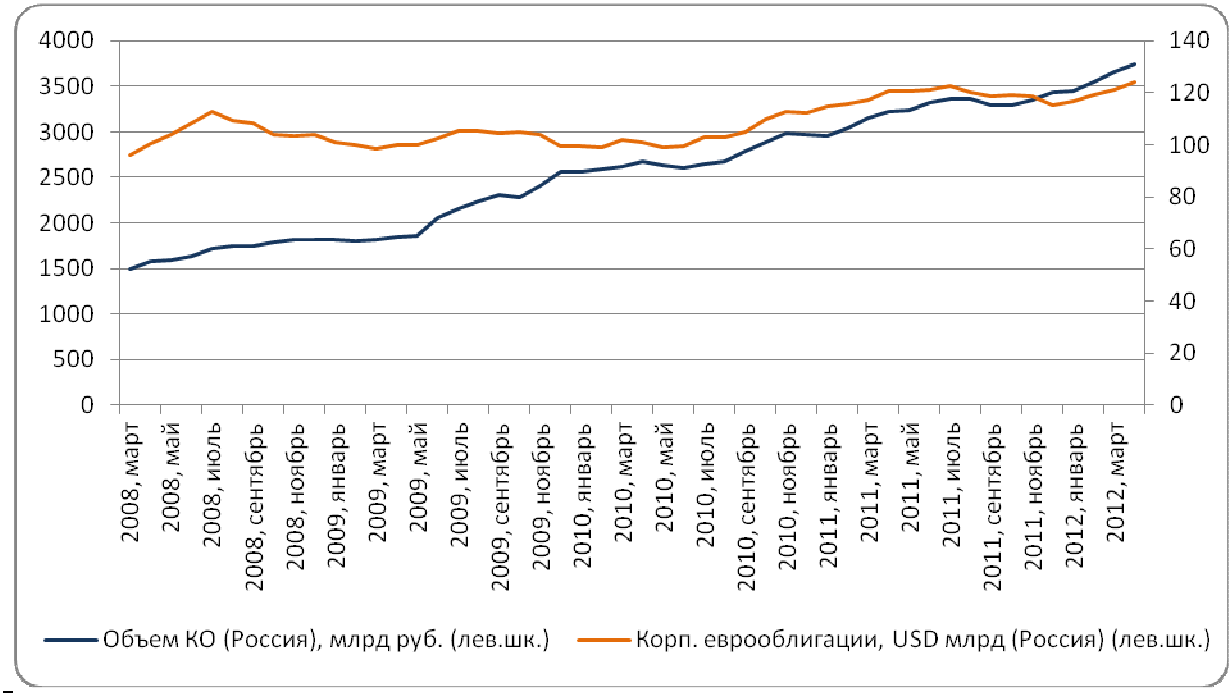

Рисунок 3.2.4 – Объемы внутренних облигаций и евробондов в обращении

Чтобы оценить перспективы выпускаемых российскими корпоративными заемщиками еврооблигаций необходимо указать основные

[54] Подробнее можно прочитать здесь http://rlu.ru/4L7.

факторы, которые оказывают влияние на привлекательность еврозаимствований:

- состояние рынков ценных бумаг развитых стран, в частности США;
- состояние кредитных рейтингов России и российских заемщиков, состояние экономики страны;
- развитие корпоративного управления на российских предприятиях, переход их на международную систему учета и отчетности;
- степень интеграции России в мировое сообщество;
- совершенствование законодательной базы.

В настоящее время рынки находятся в стагнирующем состоянии, инвесторы опасаются повторения событий 2008 года, поэтому уходят в наиболее надежные инструменты, не обращая внимание на доходность. Это отрицательно воздействует на рынок еврооблигаций. Рейтинговые агентства также отрицательно влияют на рынок евробондов, понижая рейтинги не только суверенных, но и корпоративных заемщиков. Так, S&P пересмотрело в апреле рейтинг одного из крупнейших российских эмитентов – РусГидро со «Стабильного» на «Негативный», долгосрочный рейтинг, однако, был подтвержден на уровне BB+. К 2015 году все российские компании должны будут выпускать отчетность по международным стандартам, что приблизит эмитентов долговых бумаг к рынку еврооблигаций – это позитивный фактор, но какая будет реализация пока не известно. Законодательные особенности могут в последнее время также негативно действуют на потенциал выпуска российских компаний отчетности по МСФО. Так, недавнее пожелание [55] Минфина облагать выплаты по евробондам налогом на прибыль могли существенно ограничить желание инвесторов вкладываться, а эмитентов выпускать подобные ценные бумаги.

[55] Подробнее можно прочитать http://www.banki.ru/news/bankpress/?id=3822429.

Таким образом, большинство факторов ухудшают перспективы выпусков еврооблигационных займов российскими эмитентами. Но потенциальная база для фондирования, которую предоставляют еврооблигации российским эмитентам просто огромна, поэтому, на мой взгляд, эмитенты будут стараться выходить на международный рынок заимствований. К тому же, операции повышения капитализации финансовой системы, проводимые финансовыми институтами многих стран, позволили накопить огромную подушку ликвидности в финансовых институтах. В данный момент флуктуации на финансовых рынках сдерживают инвесторов от вложения свободных средств в низкорейтинговые бумаги. Однако, если в ближайшем будущем рынок покажет положительную динамику, то это может послужить триггером для выпуска финансовых ресурсов на развивающиеся рынки – этот дополнительный спрос на облигации может послужить отличным поводом для выхода российских эмитентов на рынок. Так что, я считаю, в скором будущем можно будет увидеть значительный рост рынка еврооблигаций, выпущенных российскими компаниями.

В целом, сейчас на рынке еврооблигаций российских эмитентов наблюдаются тенденции снижения ставок и увеличения сроков заимствования. На рынок приходят новые инвесторы, и, несмотря на небольшие темпы, постепенно происходит диверсификация заемщиков (хотя доля госкомпаний на рынке евробондов все еще превышает 60% суммарного объема).

Также наблюдалась тенденция на выпуск евробондов номинированных в рублях, прежде всего их организуют компании ориентированные на работу на внутреннем рынке, а так же банки занимающиеся кредитованием внутри страны (например, РСХБ с его программой кредитования фермерских хозяйств) чтобы избежать риск изменения валютного курса.

Подведем итог: в ближайшем будущем в суверенном сегменте нет существенных драйверов роста объемов выпусков еврооблигационных займов, зато корпоративный сегмент может оказаться довольно

быстрорастущим за счет огромной свободной ликвидности, скопившейся на рынках, но лишь в случае стабилизации финансовых рынков.

Заключение

Для достижения поставленной цели работы были проведены следующие виды работ.

В первой главе работы были рассмотрены основные понятия рынка евробондов, а также особенности его функционирования и регулирования. Рынок еврооблигаций в основном является внебиржевым, и регулируется на наднациональном уровне межнациональными СРО, такими как ICMA и EMTA, и ISDA, которые выдают рекомендации и помогают решать споры между своими членами. Так же ведущие положение на этом рынке занимают такие системы как Euroclear и Clearstream, которые не только вносят огромный вклад в развитие расчетов по евробондам но так же как и СРО выполняют большое количество задач по стандартизации рынка. Была проведена классификация евробондов, рассмотрены основные валюты выпусков, а также рассмотрены крупнейшие участники данного рынка.

Проведенное в дипломной работе исследование особенностей функционирования рынка евробондов российских эмитентов позволяет сделать следующие выводы:

1. Структура рынка еврооблигаций на современном этапе его развития отличается широким набором инструментов с параметрами, ориентированными на разносторонние потребности инвесторов. Инструментальная структура рынка еврооблигаций способна предложить различные сроки погашения, валюты номинала, способы выплаты дохода, методы погашения основной суммы обязательств, а так же методы страхования рисков. На данный момент наибольшей популярностью пользуются выпуски в долларах и евро, хотя в последнее время все большую популярность начинают набирать выпуски в таких экзотических валютах, как юань, рубль, бразильский реал и т.д. Это обеспечивает высокую эффективность реализации как сравнительно простых, так и сложно структурированных инвестиционных стратегий.

2. Развитие рынка еврооблигаций характеризуется как тенденциями глобального характера, присущими мировому рынку облигаций в целом, так и специфическими тенденциями, свойственными только рынку евробондов. Эволюция мирового рынка облигаций характеризуется постоянным ростом объема совершаемых на нем операций, сопровождаемым изменением рисковой структуры эмитентов еврооблигаций - рост доли частного сектора и уменьшение доли суверенных заемщиков.

На основе исследования особенностей использования еврооблигаций в России было установлено, что эмитентами выступают государство, корпоративные эмитенты и, в значительно меньшей мере, субъекты РФ. При этом государство проводит свои заимствования в большей мере не для покрытия бюджетного дефицита, а для создания и поддержания кривой доходности различных сроков, а также для поддержания международной кредитной истории. В то время как крупные корпоративные эмитенты выходят на этот рынок для более дешевого фондирования, а так же по причине того что внутренний рынок не смог бы обеспечить такие объемы финансирования.

Главной проблемой участия России на рынке евробондов является недостаточный кредитный рейтинг (несмотря на хорошие экономические показатели страны), неустойчивость экономического развития, а так же высокие политические риски, все это влечет за собой плохую прогнозируемость ситуации на рынке, повышенный риск вложений, высокую волатильность рынка.

В качестве наиболее существенных отрицательных факторов для российских эмитентов на евробондовом рынке, снижающих эффективность дальнейших заимствований, является увеличение зависимости от состояния мировой экономики. Доминирование доллара США в качестве валюты выпуска российских евробондов предопределяет и обуславливает ограниченность инвестиционных решений субъектов российской экономической жизни.

Концептуальными принципами создания благоприятных условий для использования евробондов российскими эмитентами, являются:

- обеспечение политической и макроэкономической стабильности, т.к. в случае сильных политических потрясений зарубежные инвесторы очень быстро реагируют, что приводит не только к удорожанию заимствований, но и к снижению интереса к ним. Так, например, после «дела ЮКОСа» интерес западных инвесторов значительно упал к компаниям, ассоциирующимися с крупными бизнесменами, а заимствования для них стали стоить дороже, чем для квазисуверенных заемщиков с более низкими рейтингами. В случае же проблем в экономике страны страдают компании, ведущие свою деятельность, прежде всего, на внутреннем рынке, что так же вызывает снижение интереса к ним;
- защита прав инвесторов на государственном уровне;
- повышение суверенного кредитного рейтинга поможет как удешевить заимствования для корпоративных заемщиков (т.к. кредитный рейтинг корпоративного эмитента не может быть выше суверенного), так и увеличить сроки заимствований;
- усовершенствование законодательной базы;
- повышение эффективности использования заимствований тоже является важным фактором, т.к. если предприятия занимает средства только под рефинансирование предыдущих займов, это не лучшим образом отражается на показателях ее финансово-хозяйственной деятельности, гораздо более эффективным является направление средств на покупку новых основных фондов, новое строительство и т.д.;
- установление индикаторов экономической безопасности России на рынке еврооблигаций;

- переход российских компаний в обязательном порядке на международные нормы отчетности и учета, т.к. это не только позволит улучшить интеграцию российских компаний в мировое сообщество, приведет к унификации, а также значительно сократит текущие издержки компаний при выходе на рынок евробондов (сейчас обязательный двойной учет ведут банки и страховые компании, компании же, которые только собираются выходить на международные рынки даже не могут списать расходы по ведению учета на затраты).

Список использованной литературы

Нормативные правовые акты

1. Федеральный закон «О валютном регулировании и валютном контроле» от 10.12.2003 №173-ФЗ
2. Федеральный закон «Об акционерных обществах» от 26.12.1995 №208-ФЗ
3. Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1996 №39-ФЗ
4. Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 – Распоряжение Правительства РФ от 29 октября 2008 г. №2043-р

Словари, справочник, энциклопедии

5. Финансово-кредитный энциклопедический словарь / Колл. Авторов; Под общ. Ред. А.Г. Грязновой – М. Финансы и Статистика, 2005 – 1168 с.
6. Миркин, Я. М. Англо-русский толковый словарь по банковскому делу, инвестиция и финансовым рынкам. Свыше 10000 терминов / Я.М.Миркин, В.Я.Миркин– М. Альпина Бизнес Букс, 2006 – 424 с.

Книги и диссертации

7. Буклемишев, О.В. Рынок еврооблигаций / О.В. Буклемишев. – М.: Дело, 1999. – 232 с.
8. Рубцов, Б.Б. Современные фондовые рынки : учеб.пособие для вузов / Б. Б. Рубцов. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2007 – 928 с.
9. Уилсон, Р. Корпоративные облигации: Структура и анализ / Ричард С.Уилсон, Фрэнк Дж. Фабоцци; Пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. – 445с.
10. Фабоцци, Ф. Дж. Рынок облигаций. Анализ и стратегии / Пер. с англ. Левинзон А. И. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2007 – 958 с.

Периодические издания

11. Васильев, М.Ю. Проблемы выхода российских эмитентов на международный рынок облигаций /М.Ю. Васильев // Банковское дело. – М., 2003. – №5. – С.30-36.
12. Ивантер, А. Третья древнейшая / А.Ивантер, А. Хазбиев // Эксперт. – М., 2012. – №5(788). – С.17-23

13. Карлицкая, А. Берем что дают /А. Карлицкая // Cbondsreview. – М.,2011. - №12. – С.101-103.
14. Констандян, А. Время непонятных размещений на долговом рынке прошло // Рынок ценных бумаг – М., 2010. - №1, – с.
15. Красавина, Л. Н. Риски в сфере внешних заимствований и проблемы модернизации долговой политики России // Проблемы прогнозирования. – М.,2010 - №4. - С. 116.
16. Лазин, А.В. Особенности размещения еврооблигаций / А.В. Лазин // Финансы. – М.,2004. - №9. - С.25-28.
17. Лазин, А.В. Организация выпуска еврооблигаций: мировой опыт и российская специфика / А.В. Лазин // Рынок ценных бумаг. – М., 2004. - №23. - С.106-110.
18. Мырсикова, Н. Основные тенденции рынка российских корпоративных еврооблигаций / Н. Мырсикова // Рынок ценных бумаг. – М., 2007. - № 7.
19. Пенкин, С.А. Зарубежные заимствования российских компаний / С.А. Пенкин // Вестник Московского университета Сер.6 Экономика. – М.,2010. - №1. - С.36-45.
20. Ремнев, А. Инфраструктура европейского рынка: Конкуренция или централизация? / А. Ремнев // Депозитариум.– М.,2005. - №4. - С.9-11.
21. Соловьев, А. Еврооблигации российских эмитентов – время проводить роуд-шоу и в Москве / А. Соловьев // Ведомости. – М., 23.08.2010
22. Саркисянц, А.Г. Международный рынок капиталов: современные тенденции и перспективы / А.Г. Саркисянц // Финансы и кредит. – М.,2006. - №22. - С.31-38.
23. Трифонов, А. С прицелом на триллион / А. Трифонов, И. Васильев //Ведомости. – М., 2011. – 25 апреля (№ 73 (2839)).
24. Хмыз, О.В. Международные ценные бумаги – еврооблигации./ О.В. Хмыз // Финансовый менеджмент. – М., 2003. - №2.

25. Шамалова, Д.В. Использование инстурментов долгового финансирования в инвестиционно-банковской деятельности: современные тенденции / Д.В. Шамалова // Экономические науки. – М.,2011. – №2. - С.380-383.

Электронные ресурсы

26. Bank for International Settlements – http://www.bis.org
27. Clearstream – http://www.clearstream.com
28. Euroclear – https://www.euroclear.com
29. ICMA – http://www.icmagroup.org/
30. EMTA – http://www.emta.org/
31. http://www.bloomberg.com
32. http://www.reuters.com
33. Центральный банк РФ – http://www.cbr.ru/
34. Министерство Финансов РФ – http://minfin.ru
35. Федеральная служба по финансовым рынкам – http://www.fcsm.ru
36. Госкомстат РФ – http://www.gks.ru
37. Информационное агентство CBonds – http://www.cbonds.info/ru/rus/
38. Облигации в России, группа Интерфакс – http://www.rusbonds.ru/
39. РЦБ - http://www.rcb.ru/
40. Справочник эмитента 2011 – http://www.review.cbonds.info

Литература на иностранных языках

41. BIS Quarterly Review (Statistical Annex)// BIS. – March 2003, March 2005, March 2007, March 2009, March 2011, March 2012
42. Fabozzi, F.J. The handbook of fixed income securities / F.J. Fabozzi - 7ed, MGH, 2005. – P. 1531.
43. Faerber, E. All about bonds, bonds mutual funds, and bonds ETFs / E.Faerber. - 3ed., MGH, 2008. – P. 335.
44. Kerr, I. A history of the eurobondmarket : the first 21 years / Ian M. Kerr// Euromoney publications. - London, 1984. – P. 168.
45. Patrick, J.B. An Introduction to the Bond Markets / J.B. Patrick. - Wiley, 2006. – P. 246..

Приложения

Приложение А – Виды зарубежных облигаций.

Основными видами зарубежны облигаций являются следующие:

- *bulldog bond* – облигации, номинированные в британских фунтах, торгуются в Великобритании, выпускаются нерезидентами Великобритании;
- *rembrandt bond* – зарубежные облигации, эмитированные в Нидерландах иностранным заемщиком;
- *yankee bond* – облигации, публично размещенные в США и номинированные в долларах США, в соответствии с законом о ценных бумагах от 1933г. должны быть сначала зарегистрированы в SEC. Часто размещаются траншами в пределах 1 млрд. дол. США. Из-за жестких стандартов и правил, регистрация может занимать до 3,5 месяцев;
- *samurai bond* – облигации, номинированные в йенах нерезидентами Японии и торгующиеся на внутреннем рынке в Токио. Выпускаются и обращаются в соответствии с законами Японии;
- *matador bond* – облигации, размещаемые на внутреннем рынке Испании иностранным эмитентом. Наибольший рост рынок показывал в 1987-1999г.г.;
- *matilda (kangaroo) bond* – облигации номинированные в австралийских долларах нерезидентами Австралии и торгующиеся на внутреннем рынке. Появились в 1994 году, на данные момент рынок относительно невелик;
- *maple bond* – облигации номинированные в канадских долларах и торгующиеся на внутреннем рынке, эмитентом которых является компания-нерезидент. Наибольшую популярность получили в 2005-2008 гг. в связи со снятием ограничений по выходу на внутренний рынок для нерезидентов. Однако после кризиса 2008 г. канадские

инвесторы практически отказались от инвестиций в зарубежные компании и их популярность упала;

- *kiwi bond* – облигации номинированные в новозеландский долларах, с фиксированной ставкой выплачиваемой раз в квартал. Выпускаются компаниями нерезидентами. Процентные ставки по Киви устанавливает NZDMO [56] в соответствии со скользящей средней оптовых цен. Предлагаются непосредственно населению и доступны только для резидентов Новой Зеландии.

[56] New Zealand Debt Management Office – Новозеландское Министерство по управлению долгом.

Приложение Б – История развития еврорынка

Еврорынки являются «офшорными» в том смысле, что валюта, в которой номинированы ценные бумаги на них, не является официальной валютой страны, где проводится сделка. Сегодня еврорынки очень хорошо развиты, многие инструменты номинируются во многих валютах стран мира, а не только в основных[57]. Хотя на заре развития еврорынки являлись всего лишь рынками евродоллара.

Задолго до Второй мировой войны для банков за пределами США было не редкостью принимать депозиты номинированные в долларах США. Объем таких депозитов, однако, был маленьким, и не имел большого экономического значения для рынка. В течение 1950-ых ситуация начала меняться. Так как СССР и другие страны коммунистического блока должны были иметь дело с твердой валютой при международной торговле, то соответственно, центральные банки этих стран держали счета в долларах США. Первоначально эти счета открывались в Нью-Йорке. Но из-за напряженных отношений с США во время холодной войны, правительство СССР перевела эти счета в банки в Лондоне и других европейских странах.

Хотя холодная война и простимулировала становление рынка Евровалют, также были и другие факторы, которые стимулировали его развитие. Исторически, фунт стерлинга играл ключевую роль в мировой торговле. Много международных расчетов производилось в фунтах. Два события помогли повысить доллар как валюту для международной торговли:

1. Стерлинговый кризис в Великобритании в середине 1950-ых. В 1957 Великобритания наложила контроль над заимствованиями, предоставляемыми британскими банками нерезидентами и номинированные в фунтах. Тогда эти организации обратились к долларам США, чтобы финансировать свою международную торговлю.

[57] Hard currencies: US dollar, Euro, Pond sterling, Japanese yen, Swiss franc.

2. В 1958 западноевропейские страны при подготовке к созданию ЕЭС (теперь, ЕС) позволили банкам свободно торговать долларами, чтобы финансировать торговлю.

С другой стороны американское правительство, бессознательно, дало очень важный стимул для развития Еврорынка с введением некоторых нормативно правовых актов. В течение 1960-ых американское правительство наложило несколько мер, чтобы управлять потоками международного капитала. Эти меры были нацелены на то, чтобы улучшить американский платежный баланс, который был в большом дефиците:

1. В 1963 американское правительство наложило уравнительный налог (Interest Equalization Tax, IET) на иностранные ценные бумаги, держателями которых являются американские инвесторы. Идея правительства состояла в том, чтобы уравнивать процентную ставку, заплаченную американскими и иностранными заемщиками, и, таким образом, препятствовать американским гражданам, покупать иностранные ценные бумаги (т.е. уменьшить отток капитала). IET вынудил неамериканские корпорации платить более высокие процентные ставки для привлечения американских инвесторов, что стало не выгодно, учитывая сложность регистрации выпусков зарубежных компаний на американском рынке. Поэтому, неамериканские корпорации начали присматриваться к Еврорынку, чтобы заимствовать доллары США.
2. Так как IET значительно не уменьшил отток капитала, американская Федеральная Резервная система наложила другое финансовое ограничение в 1965 – программу ограничения кредитования иностранных заемщиков (Foreign Credit Restraint Program, FCRP). FCRP ограничил количество кредитов, которые банки США могли предоставить иностранным заемщикам. Иностранные филиалы американских транснациональных корпораций считались "иностранными" по FCRP. Правительство хотело уменьшить оттоки

капитала. FCRP началась как "добровольная" программа, но была изменена на обязательную в 1968. Снова, иностранные заемщики и американские филиалы были вынуждены искать рынок для заимствований в долларах США.

3. В 1968 правительство утвердило программу по зарубежным инвестициям (Foreign Investment Program), которая ограничивала средства, которые корпорации США могли использовать, для финансирования иностранных инвестиций.

Кроме того, в течение долгого времени, ФРС регулировало процентные ставки, которые американские банки могли платить по срочным депозитам. Это положение назвали Правило Q[58]. В 1968 и 1969 годы, рыночные ставки выросли значительно выше, чем банки могли платить по Правилу Q. Правило Q увеличило разницу в процентных ставках между долларовыми депозитами в США и долларовыми депозитами за границей.

Все эти ограничения перевели основные финансовые учреждения в европейские финансовые центры, такие как Лондон, Цюрих и Люксембург. У этого развития были и некоторые побочные эффекты в финансовых центрах в других частях мира, таких как Токио, Гонконг, Сингапур, Бейрут, Багамы и Бахрейн.

Несколько правительств европейских стран также установили контроль за движением капитала в этот период, что вызвало создание недолларового сегмента рынка евровалюты. Например, в 1970-х, Бундесбанк потребовал у иностранцев имеющих счета в немецких марках поместить часть своих средств на беспроцентные счета. Это положение дало стимул для иностранцев, для размещения дойч-марок на депозитах за пределами Германии, и, таким образом появились евромарки.

Правила и ограничения, которые родили еврорынки, сейчас уже все исчезли. Однако еврорынки продолжают расти. Сегодня еврорынки лишены

[58] Распоряжение совета управляющих ФРС США устанавливающее потолок процентных ставок по депозитам.
В настоящее время уже не действует.

инструкций, освобождены от национальных налогов и резервных требований. Эти условия позволяют международным банкам и компаниям использовать в своих интересах более дешевое фондирование. Они могут предоставлять деньги международным заемщикам по более низким ставкам, чем те, которые могут быть получены на внутренних рынках, а так же занимать их.

Приложение В – История, состав, структура и клиенты группы Euroclear

История:

Euroclear была создана в связи с развитием рынка еврооблигаций в 1960-х годах. Это помогло значительно увеличить объемы торгуемых бумаг и делать вложения в глобальные бумаги стало значительно проще. Как уже упоминалось ранее, до появления Euroclear механизм урегулирования оставался сложным и требовал физической поставки сертификатов и денежных средств. Торговле мешали длительные задержки в поставке ценных бумаг, потери сертификатов и чрезмерные рыночные риски контрагента. Рыночной среде срочно требовалась расчетная среда которая бы контролировала риски и была быстрой и эффективной.

Отвечая на потребности рынка, брюссельский офис Morgan Guaranty Trust Company of New York основал систему Euroclear в декабре 1968 г. Была введена система минимизации рисков по которой расчеты проходили в форме поставка против платежа (DVP). Это означает, что денежные средства и ценные бумаги обмениваются одновременно в виде электронных записей по счетам.

Сегодня группа Euroclear не только производит расчеты на рынке еврооблигаций, но также предоставляет широкий спектр услуг по расчетно-депозитарному обслуживанию на рынке акций, и прочих производных финансовых инструментов. Оборот группы составляет более 500 триллионов евро в год, в то время как сумма активов на счетах клиентов составляет более 22 триллионов (см. рисунки 1.2.1 и 1.2.2).

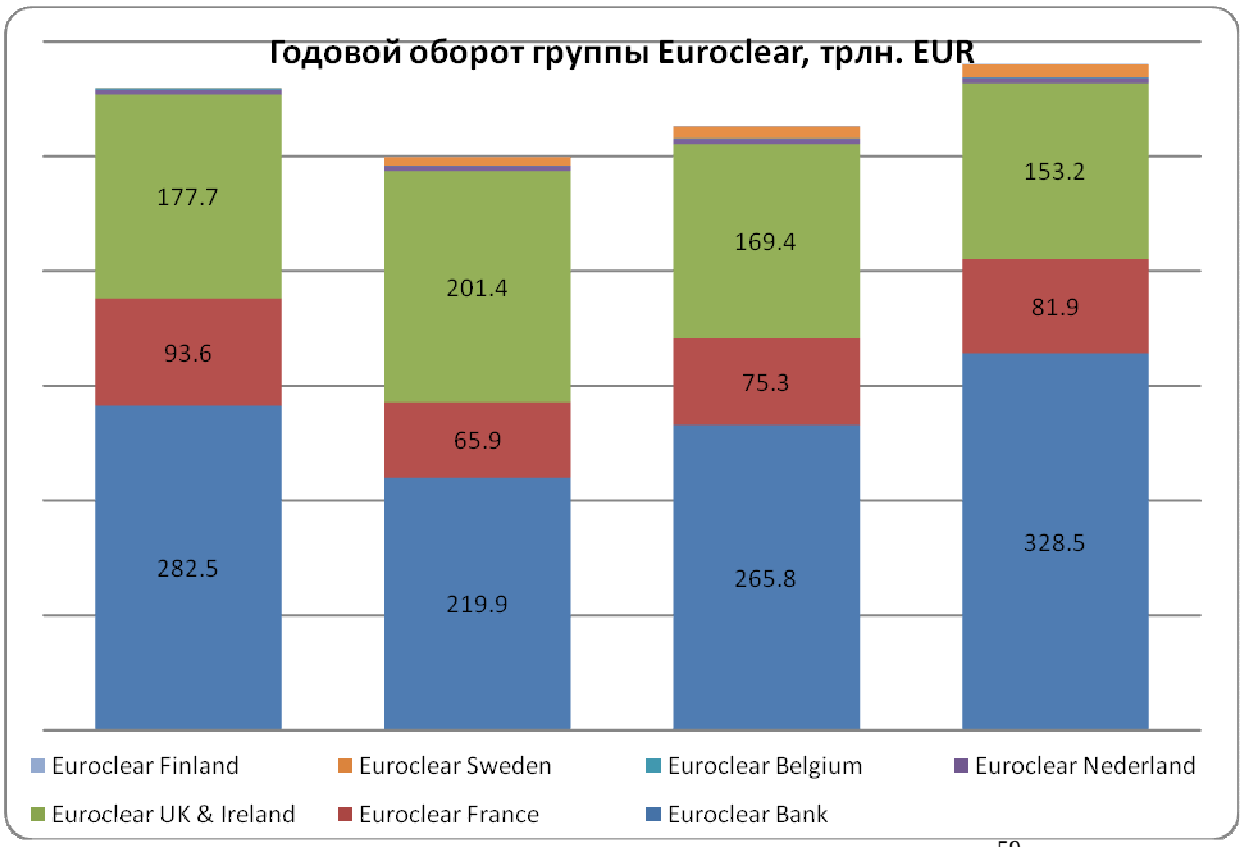

Рисунок В.1 – Годовой оборот группы Euroclear.[59]

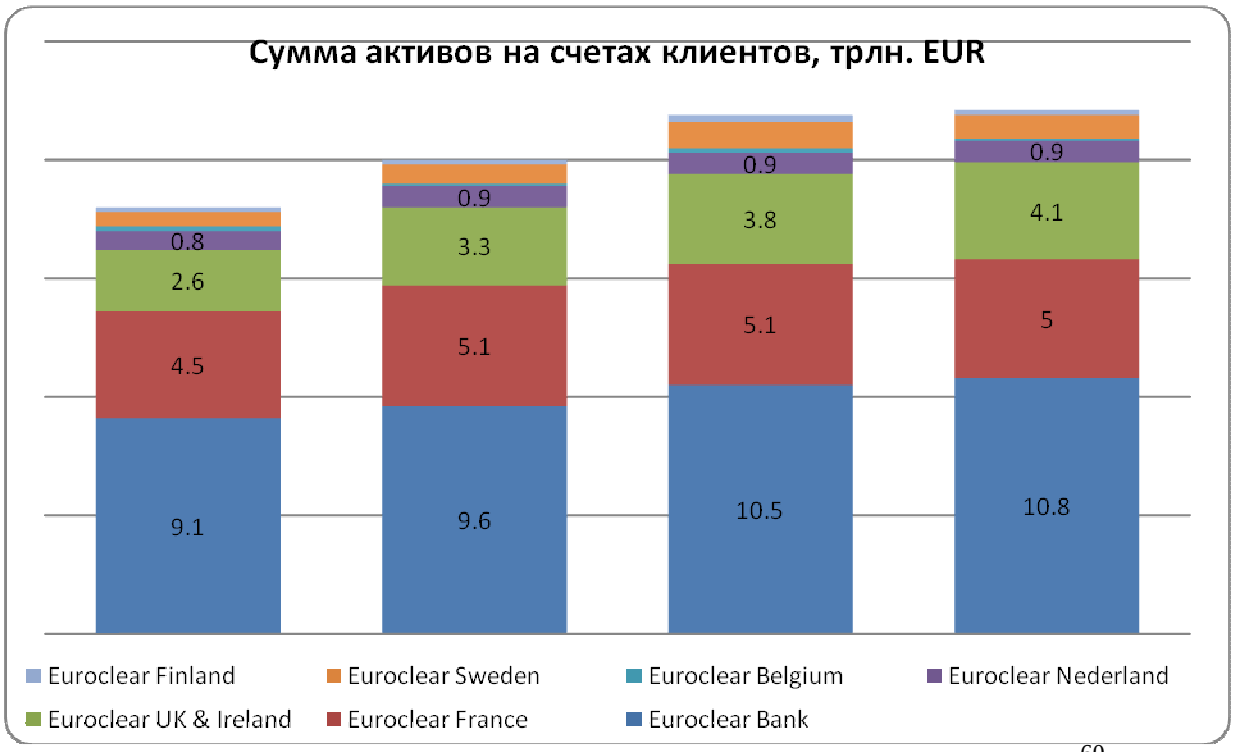

Рисунок В.2 – Сумма активов на счетах клиентов Euroclear.[60]

[59] По данным Euroclear.
[60] По данным Euroclear.

Рисунок В-3 – Основные вехи в развитии группы Euroclear

Структура Euroclear:

Группа Euroclear принадлежит и управляется ее пользователями, что отличает ее от большинства других поставщиков рыночной инфраструктуры. Это выступает гарантом того, что наивысший приоритет уделяется интересам клиентов. Структура группы представлена на рис. 1.2.1.

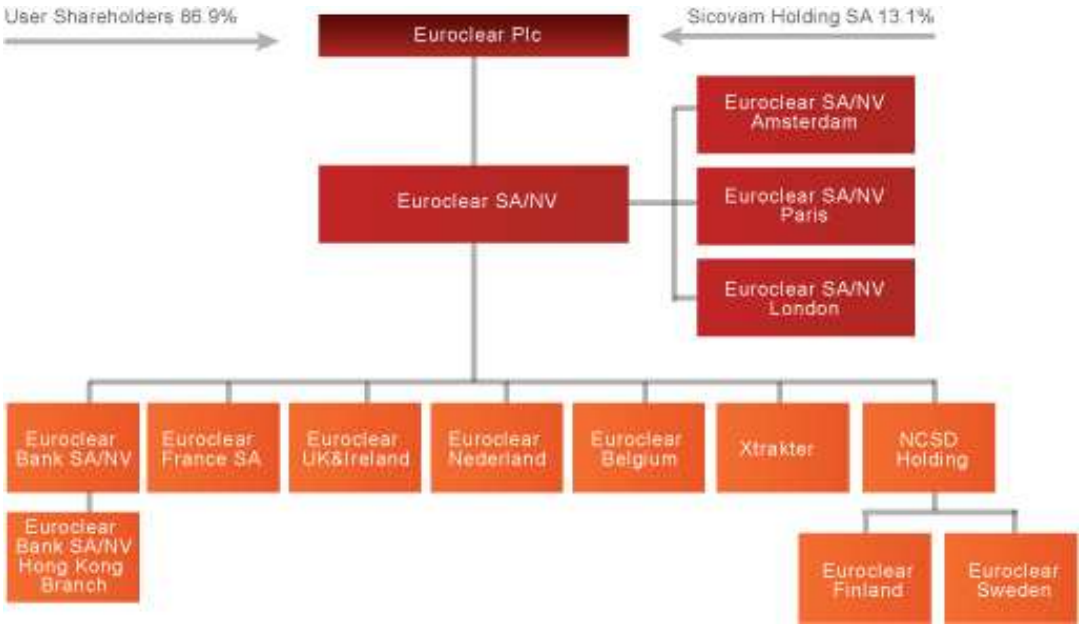

Рисунок В.4 – Структура группы Euroclear.

Euroclear SA/NV является материнской компанией группы центральных расчетных депозитариев (CSD's) и системы Xtrakter. Она владеет общей платформой по обработке ценных бумаг и является поставщиком различных услуг депозитариям группы, включая развитие их технологических платформ.

Преимуществами данной системы являются:

- Высокий уровень взаимодействия между международными рынками и внутренними.
- Интегрированные платформы и процессы, помогающие плавно переходить между расчетами, финансированием и сопутствующими управленческими услугами.
- Снижение системного риска.

Клиенты:

Клиентами группы Euroclear являются более 2000 финансовых институтов расположенных более чем в 90 странах, а так же миллионы частных клиентов. Ими являются: международные и местные кастодианы, брокеры, дилеры, центральные банки, коммерческие и инвестбанки, наднациональные организации, а также же широкий круг эмитентов.

Приложение Г – История, состав, структура и клиенты группы Clearstream

История.

Clearstream Banking, SA [61] Luxembourg (CBL) был первоначально основан как «Cedel» [62], в сентябре 1970 г. 66ю главными финансовыми учреждениями в мире как клиринговая организация, цель которой состояла в том, чтобы минимизировать риски при расчетах в международной торговле ценными бумагами, особенно на растущем рынке еврооблигаций.

Cedel International, SA и Deutsche Börse AG заключила стратегическую сделку 7 октября 1999 г., это привело к слиянию клирингового, расчетного и кастодиального бизнесов их соответствующих корпоративных подразделений. Завершение слияния завершилось 1 января 2000 г., и 11 июля 2002 г. Deutsche Börse стала единственным владельцем Clearstream International.

Цель Clearstream состоит в том, чтобы усилить позиции всестороннего поставщика полностью интегрированной цепи процессов начиная от получения заказов и заканчивая услугами депозитария, как для рынков ценных бумаг, так и для рынков деривативов.

Clearstream Banking предлагает услуги клиринга и расчетов для международных и внутренних облигаций, акций и инвестиционных фондов. Более чем 2 500 клиентов во всем мире проводят больше 250 операций каждый день с CBL. Глобальная сеть Clearstream для клиентов составляет 47 рынков.

CBL были присвоены краткосрочные и долгосрочные рейтинги A-1+ и AA от Standard & Poor’s и F1+ и AA от Fitch Ratings. CBL также управляет LuxClear, центральным депозитарием ценных бумаг Люксембурга.

[61] SA - Société Anonyme – акционерное общество(фр.)
[62] Centrale de Livraison de Valeurs Mobilières

В дополнение к немецким внутренним ценным бумагам и его функции как центрального депозитария (CSD), у Clearstream Banking, AG Frankfurt (CBF) есть много клиентов, которые держат свои международные активы на платформе управляемой CBL. CBF предоставляет им услуги клиринга и расчетов.

С октября 2008 г. некоторые операционные услуги частично или полностью выполняются в Clearstream Operations Prague s.r.o (COP) в Чешской Республике, и с декабря 2009 г. отделением CBL в Сингапуре (имеет местную банковскую лицензию от 23 ноября 2009 согласно Разделу 7 Сингапурского Закона о банках). Эти услуги включают новые выпуски, расчеты и обработку денежных средств для Праги и Сингапура. Они также включают сверку ценных бумаг, расчет доходов и налогов для Праги. Эти услуги производятся на платформах, управляемых CBL.

Сейчас клиентами Clearstream являются более 2500 организаций из 110 стран мира на 50 мировых рынках.

У Clearstream International SA и его филиалов, с более чем 1700 сотрудниками, есть также офисы в Дубае, Гонконге, Лондоне, Нью-Йорке, и Токио. Главный офис расположен в Люксембурге, откуда и производится управление всеми подразделениями.

В соответствии с Люксембургскими законами, CBL является акционерным обществом. Что касается COP и CBF, CBL на 100% принадлежит Clearstream International S.A., которая принадлежит Deutsche Börse AG и Clearstream Holding AG. Структура группы состоит из следующих основных юридических лиц:

- Clearstream International, SA предоставляет услуги CBL, CBF, COP и Clearstream Services. Clearstream International определяет корпоративную стратегию и обеспечивает управление Clearstream International и ее филиалами. Clearstream International является

финансовой компанией [63] и регулируется местным регулятором, “Commission de Surveillance du Secteur Financier” (CSSF).

- Clearstream Banking (Люксембург и Франкфурт) – клиент ориентированные юридические лица. Они предоставляют банковские услуги для Clearstream International и ее филиалов. Clearstream Banking соответствую финансовым требованиям и проводят раскрытие информации установленное законом.
- Clearstream Services (CS) - основана в Люксембурге 19 сентября 1997 г. Цель CS - обработка и обращение ценных бумаг, а так же развитие и продажа информационных технологий. CS развивает и поддерживает программное обеспечение для Clearstream Banking, управляет системами IT и предоставляет услуги IT, поддерживающие обработку ценных бумаг, денежных средств и кастодиальных операций.

Структура группы Clearstream представленная на рисунке Г.1.

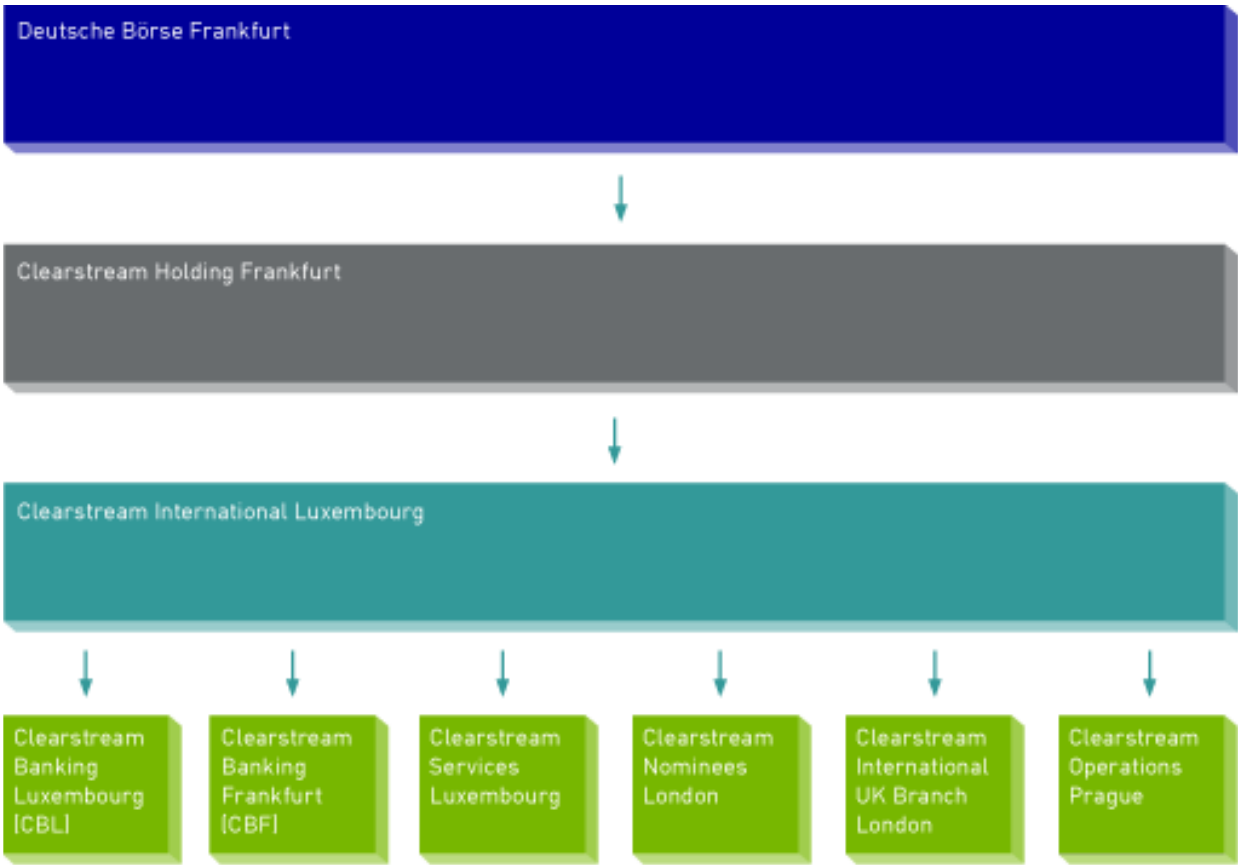

Рисунок Г.1 – Структура группы Cleartsream.

[63] Professionnel du Secteur Financier(PSF)

Clearstream Banking Luxembourg

Миссия CBL состоит в том, чтобы предоставлять финансовым учреждениям конкурентоспособный и высококачественный клиринг, расчеты, и связанные с ними услуги на выбранных рынках.

Эти услуги включают:

- Расчеты по принципу поставка против платежа(DVP)
- Всеобъемлющие кастодиальные услуги;

Клиенты могут производить расчеты с широким кругом ценных бумаг в CBL включая:

- Международные долговые ценные бумаги, включая глобальные облигации и еврооблигации;
- Иностранные облигации;
- Инструменты денежного рынка, включая краткосрочные и среднесрочные ноты, коммерческие бумаги и депозитные сертификаты;
- Внутренние облигации (государственные и корпоративные);
- Акции;
- Варранты;
- Обеспеченные активами ценные бумаги и другие обеспеченные долговые ценные бумаги.

В общей сложности 44 валюты принимаются для расчетов в CBL и еще 49 как denomination currencies.

Услуги, предоставляемые CBL.

У клиентов есть доступ к широкому диапазону услуг, каждая из которых описана ниже.

Выпуск и распределение новых эмиссий.

CBL выполняет операции по закрытию книги заявок и по удовлетворению заявок на ценные бумаги при новых выпусках, и проводит поддержку до момента выхода этих бумаг на вторичный рынок.

Клиринг и Расчеты.

CBL, как Международный Центральный Депозитарий ценных бумаг (ICSD), проводит множество операций через глобальную сеть Clearstream состоящую из 47 мировых рынков.

Основная услуга CBL, через CBF, является клиринг и расчет торговли ценными бумагами. Эта услуга выполняется посредством компьютерной системы записи по счету, расположенной в ее головном офисе в Люксембурге. По ценным бумагам включаемым в базу данных CBL и другим инструментам торгуемым между контрагентами CBL, могут производиться расчеты по принципам поставка без платежа(free of payment) или поставка против платежа (DVP).

Торговля между контрагентами в пределах CBL учитывается как внутренняя операция, а с контрагентами, обсуживающимися в Euroclear называются «bridge transactions».

Внутренние операции и «bridge transactions» исполняются по принципу free of payment или DVP. Расчеты при торговле с контрагентами на внутренних рынках (внешние операции), изменяются в зависимости от условий внутреннего рынка и типа инструмента.

Услуги по депозитарному хранению ценных бумаг.

Включают в себя: ответственное хранение, сбор доходов и выплат дивидендов, исполнение прав и варрантов по инструкции клиента, расчет и выплаты по налогам и другие сопутствующие услуги.

Услуги финансирования денежными средствами

Услуги, которые CBL предоставляет клиентам для клиринга, расчетов и кастодиального хранения ценных бумаг, так же дополнены различными услугами для управления их денежными позициями и иностранной валютой. Меры финансирования, доступные клиентам, включают:

- техническая возможность овердрафта[64] (TOF) - цель TOF - облегчить расчет сделок с ценными бумагами при расчетах по принципу DVP. Предназначено исключительно для проведения расчетов с ценными бумагами. Краткосрочное средство, доступное для ограниченного периода – до конца дня;
- unconfirmed funds facility (UFF) - UFF является внутридневной кредитной услугой, разработанной для облегчения при расчетах по принципу DVP. Его доступность основана на ожидаемом получении фондов при предварительном уведомления или продажи;
- umbrella credit and collateral services (UCCS) - UCCS позволяют клиентам комбинировать TOF и/или UFF, обеспечивается через несколько счетов, предоставляя большую гибкость для кредита.

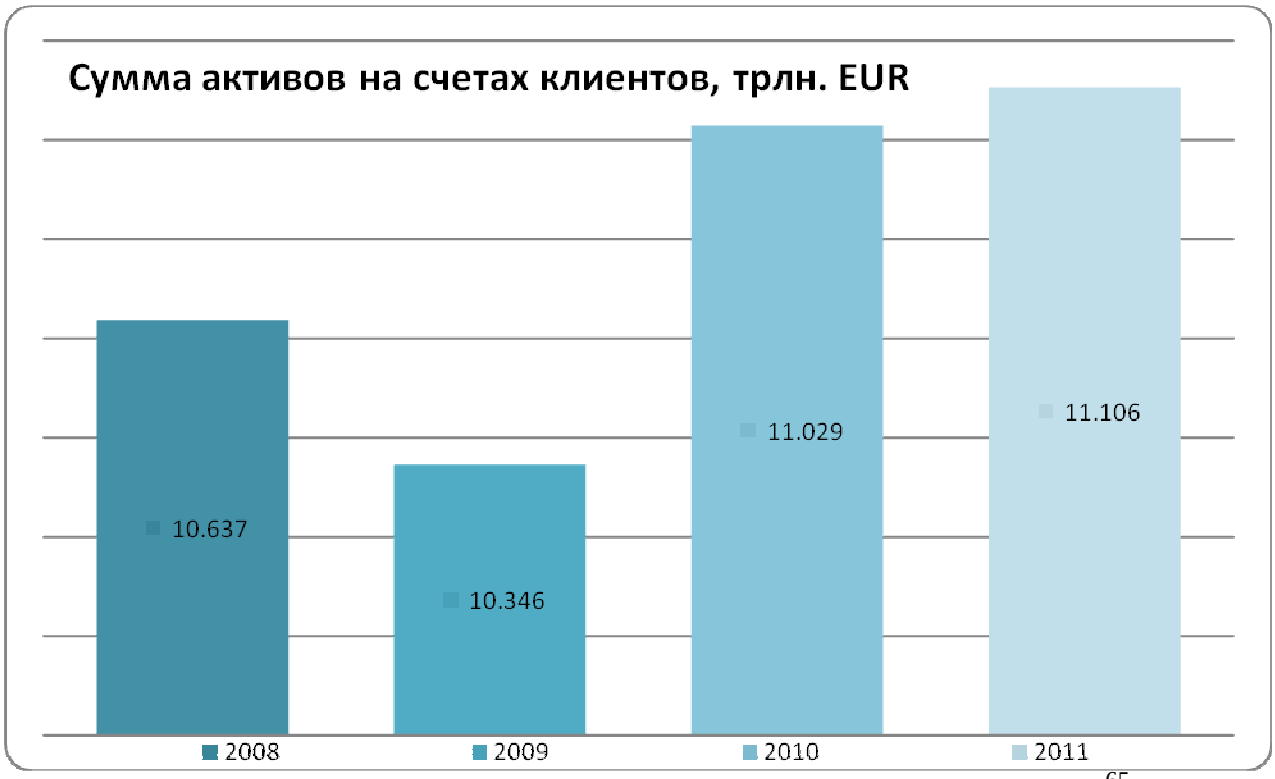

Рисунок Г.2 – Сумма активов на счетах клиентов Cleartsream.[65]

[64] Technical Overdraft Facility

[65] Расчеты автором по данным Annual Report 2011 – Dutsche Börse Group, Annual Report 2010 – Deutsche Börse Group, Annual Report 2009 – Deutsche Börse Group

Приложение Д – Характеристика Международной ассоциации рынков капитала (ICMA[66])

ICMA была создана в 2005 году путем слияния Международной ассоциации участников вторичного рынка (International Securities Market Association, ISMA)[67] и Международной ассоциации участников первичного рынка (International Primary Market Association, IPMA).

Головной офис располагается в Цюрихе, где изначально была создана AIBD, а также имеется филиал в Лондоне и представительство в Париже.

История.

Нарастающие сигналы глобализации и консолидации в банковском секторе вместе с усиливающейся регулирующей деятельностью привели к формированию Международной ассоциации рынков капитала в июле 2005 года путем слияния ISMA и IPMA, которая получила влияние как на первичном, так и на вторичном рынках международного капитала.

Движущей силой создания рынка еврооблигаций был неблагоприятный налоговый режим, введенный в США в начале 1960х годов, который фактически закрыл американский рынок от иностранных заимствований. Первые еврооблигации были выпущены Autostrade в 1963 году.

Ассоциация была создана в 1969 году под называнием Ассоциация международных дилеров рынка облигаций (Association of International Bond Dealers, AIBD) как следствие нарастающего кризиса, который угрожал исчезновению только что появившемуся рынку еврооблигаций.

В последующие годы AIBD приняла ряд правил и рекомендаций, контролирующих деятельность на рынке, тем самым обеспечивая

[66] Internatinal Capital Market Association.

[67] Эта организация существует с 1969 года, однако при ее создании носила название Ассоциация международных дилеров рынка облигаций (Association of International Bond Dealers, AIBD). Переименована в 1992 году

стабильность и порядок, необходимые для дальнейшего развития международного рынка заимствований.

В 1980 году AIBD начала предоставлять услуги передачи данных на рынок и в 1989 запустила электронную систему заключения и подтверждения сделок на вторичном еврооблигационном рынке, именуемую TRAX.

Международная ассоциация участников первичного рынка (International Primary Market Association, IPMA) была создана в 1984 году крупными банками, чтобы озвучивать основные рекомендации на первичном рынке капитала. В 1992 году AIBD изменила название и стала носить имя Международной ассоциации участников вторичного рынка (International Securities Market Association, ISMA).

ICMA продала бизнес по предоставлению услуг на фондовом рынке, включая TRAX системе Euroclear в апреле 2009 года.

Нормативный статус и международное признание.

В Швейцарии, на родине ICMA, швейцарской федеральной банковской комиссией (SFBC) признана Ассоциацией, а в 1998 году как организация схожая с фондовой биржей[68] и работающая в соответствии с Федеральным Законом о фондовых биржах и торговлей ценными бумагами (SESTA). В то же время SFBC выдал ICMA лицензию на функционирование как фондовой биржи и закрепил статус ICMA законодательно.

В Великобритании Департамент торговли и промышленности утвердил ICMA в 1988 году как саморегулируемую организацию по ценным бумагам в соответствии с законом о финансовых услугах[69] (ISSRO). В соответствии с Законом о финансовых услугах и рынках [70], ICMA сохранила свой статус СРО по ценным бумагам, а так же остается органом надзора за участниками рынка.[71]

---

[68] Institution similar to an exchange.

[69] Financial Services Act – закон вступивший в силу в Великобритании в 1988г.

[70] Financial Services and Markets Act от 2000 г. Вступил в силу в декабре 2001г. Его основные цели: поддержание доверия к финансовой системе, содействие в общественном понимании финансовой системы, защита потребителей и снижение уровня финансовых преступлений.

[71] Financial Services Authority

Кроме того, в Великобритании в 1988 году совет по ценным бумагам и инвестициям назначил ICMA как Designated Investment Exchange (DIE).[72]

ICMA является аффилированным членом Международной организации комиссий по ценным бумагам (IOSCO) и как следствие является членом Консультационного комитета IOSCO (SROCC).

ICMA также является членом Международного совета по рынку ценных бумаг (ICSA).[73] Эта организация представляется собой международный форум для негосударственных организаций, целью которого является поощрение здорового роста на международных рынках путем содействия согласования процессов и регулирования этих рынков.

Членство.

ICMA насчитывает 420 членов, расположенных в 50 странах мира. Это прежде всего пан-Европейская ассоциация, но с сильными связями и большим количеством членов за пределами Европы.

Полноправными членами ICMA являются фирмы, которые активно работают с ценными бумагами. Ими являются: дилеры и брокеры, региональные и коммерческие банки, частные банки, управляющие активами, инвестиционные банки и эмитенты.

Членство в ассоциации открыто для организаций, которые играют важную роль на рынке и поддерживают тесную связь с ICMA, в том числе профессиональные консультанты (юридические фирмы).

Члены имеют право выбирать правление ICMA, утверждать счета и определять годовую подписку путем голосования на общем собрании акционеров.

Правление состоит из 15 избранных представителей членов-фирм, а ICMA Chief Executive выполняет надзорные функции.

[72] Биржа или компания аналогичная бирже находящаяся за рубежом, но полностью соответствующая всем британским требованиям, нормам и законам.
[73] International Council of Securities Associations

Исполнительный комитет несет ответственность за исполнительное руководство и управление Ассоциацией. Исполнительный комитет отчитывается правлению через исполнительного директора.

Миссия.

Миссией ICMA является содействие эффективному функционированию международного рынка капитала путем:

- поддержания в рамках трансграничной эмиссии, торговли и инвестиции путем разработки международного признанного стандарта рыночной практики;
- поддерживания тесной связи с правительствами, регулирующими органами, центральными банками и фондовыми биржами, как на национальном, так и на международном уровне, гарантирование того, что финансовое регулирование способствует эффективности и экономическому росту на международном рынке капитала;
- поощрения и установления деловых связей, обмена информацией и организации рыночных событий.

Региональная организация.

ICMA имеет разветвленную региональную структуру, каждый из 16 регионов имеет собственный комитет, который отвечает за решения конкретных региональных вопросов и организует встречи членов из региона.

Комитет региональных представителей, который состоит из 16 региональных председателей, подчиняется непосредственно правлению ICMA, что позволяет представлять полностью точки зрения каждого региона.

В состав 16 регионов входят:

- Австрия
- Восточная и Юго-Восточная Европа
- Бельгия
- Франция и Монако
- Германия
- Иберия
- Италия
- Люксембург
- Страны Ближнего и Дальнего Востока и Африки
- Нидерланды
- Скандинавские страны
- Россия и страны СНГ
- Швейцария и Лихтенштейн
- Великобритания
- Ирландия
- Америка

Для Латинской Америки было создано специальное подразделение для решения специфических вопросов характерных для этого региона.

Советы и комитеты ICMA.[74]

В число полуавтономных советов действующих под эгидой ICMA входят:

- ICMA European Repo Council and Committee (ERC). Совет представляет собой форум для обсуждения событий на европейском рынке по сделкам репо. European Repo Council играл важную роль в развитии стандарта рыночной практики на рынке по сделкам репо в Европе начиная с 1990х годов. European Repo Committee (ERC) является руководящим органом Европейского Совета Репо (European Repo Council) и состоит из 19 участников рынка избранных из числа Европейского Совета Репо.

[74] ICMA Councils and committee

Европейский Совет Репо и Комитет регулярно встречаются для обсуждения будущего развития рынка, а также делают отчеты для Европейского центрального банка, Euroclear, Clearstream и национальных центральных депозитариев.

- ICMA Asset Management and Investors Council (AMIC), представляет сторону покупателей и включает в себя: управляющих активами, казначеев государственных учреждений и представителей частных банков и хедж-фондов. AMIC является форумом для обсуждения мер регулирования, направлений рынка и конкретной рыночной практики касающейся стороны покупателей. По инициативе членов применяются рабочие группы для рассмотрения конкретных продуктов, рынков и нормативных инициатив.
- ICMA Covered Bond Investor Council (CBIC). Занимается вопросами связанными с развитием рынка обеспеченных облигаций в Европе. В настоящее время упор делается на повышение прозрачности, что делает возможным для инвесторов сравнивать различные проспекты обеспеченных облигаций.
- ICMA Euro Debt Market AMTE Council. Основан в Париже, с целью оказания – содействия по повышению ликвидности, прозрачности и инновационной составляющей на евродолговом рынке. Также является экспертным центром для оценки государственных и гарантированных государством займов. Включает в себя эмитентов, посредников и инвесторов.

Комитеты:

- Regulatory Policy Committee. Комитет следит за регулятивной политикой ICMA. Занимается регулированием и контролем соответствия в фирмах членах. Главы субкомитетов составляют часть комитета по рыночной практике и также приглашаются на их собрания;
- Legal&Documentation Committee. В этот комитет входят главы и старшие члены команд правового регулирования сделок из фирм-

участников, которые являются лид-менеджерами при размещении облигаций в Европе. Это связано с практикой сложившейся на рынке в части оформления документации, включая ICMA Primary Market Handbook (IPMA Handbook) и связанные с ними правовые вопросы;

- Secondary Market Practices Committee. Состоит из участников вторичного рынка. Его главная задача состоит в обеспечении эффективного функционирования на этом рынке. Комитет постоянно пересматривает правила ICMA и сложившуюся рыночную практику. В настоящее время объектом исследования является влияние MiFID II[75] на международный рынок капитала;
- Euro Commercial Paper Committee. Сюда входят руководители и ведущие члены команд участвующих на рынке ECP, в которую входят банки, ведущие свою деятельность на этом рынке. Деятельность связана с функционированием рынка ECP, в том числе введение стандартов по ведению документации, реорганизация, реструктуризация и возрождение рынка обеспеченных активами коммерческих бумаг, а также ведение нормативных вопросов, влияющих на рынок;
- Primary Market Practices Committee. Состоит из менеджеров синдикатов. Деятельность комитет связана с практикой сложившейся на первичном рынке.

Собрания:

- Financial Institutions Issuer Forum. Участвуют те банки, которые являются наиболее активными заемщиками на европейском рынке. Рассматриваются темы, которые представляют взаимный интерес для банков-эмитентов;
- Public Sector Issuer Forum.

[75] The Markets in Financial Instruments Directive – директива Евросоюза «О рынках финансовых инструментов». Она регулирует условия оказания инвестиционных услуг, а так же вопросы связанные с соответствующими объединениями, регулируемым рынком ценных бумаг и надзором.

Сложившаяся рыночная практика и политика регулирования.

ICMA устанавливает стандарты для поддержания порядка на рынках. Проводит консультации для членов, поэтому членство рассматривается как «знак одобрения» от контролирующих и регулирующих органов.

ICMA консультирует членов и представляет их в регулирующих органах и центральных банках по межнациональным вопросам регулирования, которые на них влияют. Так же она представляет как покупателей, так и продавцов, что помогает вести диалог между ними. ICMA проводит работу в сотрудничестве с другими ассоциациями, когда в этом имеется заинтересованность ее членов, а также проводит обмен опытом по установлению стандартов на рынке в Европе и других частях мира.

Учитывая географическую разветвленность расположения членов, она сосредоточена на трансграничном регулировании, а не на внутренних вопросах. ICMA работает в тесном контакте со своими членами через упомянутые выше комитеты и советы.

Рыночная практика – правила, рекомендации и стандартные документы.

Все члены ICMA имеют доступ к ICMA Primary Market Handbook (IPMA Handbook), это документ, который содержит в себе правила и рекомендации для участников вторичного рынка и юридические заключения по глобальному договору по сделкам репо (Global Master Repurchase Agreement (GMRA)).

IPMA Handbook представляет собой всеобъемлющий документ, охватывающий вопросы связанные с выпуском широкого спектра ценных бумаг, позволяющий быстро реагировать на рыночные изменения, когда требуется. Это наиболее широко используемый стандарт при организации выпуска на международном долговом рынке.

Правила и рекомендации ICMA для вторичного рынка образуют надежную основу для торговли на вторичном рынке долговых ценных бумаг (как между членами, так и между членами и другими профессиональными

участниками рынка), а также для клиринговых операций и расчетов по сделкам с ценными бумагами.

Так же ICMA внесла большой вклад в области стандартизации документации сделок РЕПО. GMRA является преимущественно используемым стандартным генеральным соглашением по сделкам репо на международном рынке. GMRA 2011 разработан Ассоциацией и опирается на заключениях более чем 60 стран, которые участвуют в приведении в исполнение отдельных положений GMRA и действии договора в целом. ICMA предоставляет своим членам консультацию по положениям GMRA и является единственным поставщиком стандартных юридических заключений по договору.

В случае возникновения споров ICMA проводит собственную процедуру примирения и арбитража. Эта процедура доступна как для членов, так и для других заинтересованных сторон и позволяет им решать свои споры быстро и экономически эффективно с помощью опытных экспертов рынка.

«Данная выпускная квалификационная (дипломная) работа выполнена мною самостоятельно»

«___» _____ 2012г. __ ___