

**МЕСТО РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН И СТРАН С ФОРМИРУЮЩИМИСЯ РЫНКАМИ НА РЫНКЕ ЕВРООБЛИГАЦИЙ**

И.Н. Жук, А.М. Белковец

УДК 339.727

**РЕФЕРАТ**

*ЕВРООБЛИГАЦИИ, МИРОВОЙ ФОНДОВЫЙ РЫНОК, РАЗВИВАЮЩИЕСЯ СТРАНЫ И СТРАНЫ С ФОРМИРУЮЩИМИСЯ РЫНКАМИ, СТРАНЫ СНГ, СУВЕРЕННЫЕ И КОРПОРАТИВНЫЕ ЗАЕМЩИКИ, КРЕДИТНЫЕ НОТЫ, ЕВРОКОММЕРЧЕСКИЕ ВЕКСЕЛЯ, ДОХОДНОСТЬ К ПОГАШЕНИЮ, ЭМИССИЯ, КРЕДИТНЫЙ РЕЙТИНГ*

*Предмет исследования – особенности и проблемы эмиссии еврооблигаций эмитентами из развивающихся стран и стран с формирующимися рынками.*

*Тема исследования – еврооблигации как инструмент заимствования на международных рынках капиталов для стран с формирующимися рынками.*

*Цель работы: с учетом анализа мирового опыта еврооблигационных заимствований создать основу для разработки практических рекомендаций по совершенствованию условий для эмиссии еврооблигаций белорусскими заемщиками.*

*Методы исследования: формальной логики, диалектики, сравнительно-исторический и ретроспективный, компаративный анализ, обобщение.*

*Результаты работы: проанализированы динамика, региональная структура рынка еврооблигаций; выявлены цели выходящих на рынок еврооблигаций суверенных и корпоративных заемщиков стран СНГ, а также особенности дебитного выпуска еврооблигаций Республики Беларусь.*

*Область возможного практического применения: деятельность соответствующих министерств и ведомств, а также корпоративных заемщиков при подготовке к выходу на международный долговой рынок посредством выпуска*

**ABSTRACT**

*EUROBONDS, WORLD STOCK MARKET, EMERGING MARKETS AND DEVELOPING COUNTRIES, CIS COUNTRIES, SOVEREIGN AND CORPORATE BORROWERS, CREDIT-LINKED NOTE, EURO-COMMERCIAL PAPER, YIELD TO MATURITY, ISSUE, CREDIT RATING*

*The article examines trends in the global Eurobond market functioning, its dynamics, participation peculiarities in the market of developing countries and emerging markets. The article identifies the factors of the borrowing scale increase and objectives of sovereign and corporate borrowers on the Eurobond market. It is concluded that the main objectives of sovereign borrowers are: increasing of investment appeal and international image and enforcement of investors' confidence; financing of current and unforeseen budget expenditures; refinancing and debt restructuring; satisfying domestic demand for currency resources. The principal aims of corporate borrowers' (banks, non-financial institutions) entrance into the Eurobond market include the following: raising long-term debt capital market instruments; diversification of funding sources and investor base; searching for alternatives to traditional sources available on the domestic market; softer set of covenants as compared to bank financing; unsecured financing; crediting cost reduction, etc. The article analyses market dynamics of sovereign and corporate Eurobonds issued by CIS countries, along with features of the debut Eurobond issue of the Republic of Belarus. As a result the article concludes that it is necessary to consider characteristic aspects of the participation of developing countries and emerging markets when preparing for further entrance into the international market by Eurobond issue.*

еврооблигаций.

Выводы – специфика потребностей развивающихся стран определила многоцелевой характер использования еврооблигаций; выпуски еврооблигаций стран с формирующимися рынками занимают достаточно незначительную долю рынка еврооблигаций; среди развивающихся стран основными участниками рынка еврооблигаций являются заемщики из стран Азии, на заемщиков из стран СНГ приходится только 4 % новых выпусков; наибольшую активность среди корпоративных заемщиков из стран СНГ проявляют российские компании и банки, что объясняется масштабами экономики и самих предприятий, благоприятной ценовой конъюнктурой на международном рынке капитала для российских эмитентов до 2014 г.

Популярность еврооблигаций как источника заимствований растет с каждым годом. Если в декабре 2004 г. долг по международным облигациям составлял 5 трлн. долл. США, то в декабре 2014 г. – 21 трлн долл. США, увеличившись за последние 10 лет более чем в 4 раза. Объем международных облигаций, размещенных развивающимися странами и странами с формирующимися рынками, за рассматриваемый период также существенно вырос: с 321 млрд. долл. США в 2004 г. до 1 834 млрд. долл. США в 2014 г., или в 5,7 раза. Это свидетельствует о повышении интереса всех стран к заимствованию на междуна-

родном фондовом рынке посредством выпуска еврооблигаций. В то же время доля заемщиков из развивающихся государств и стран с формирующимися рынками в общем объеме рынка международных облигаций остается достаточно невысокой и по состоянию на декабрь 2014 г. не превышает 9 % [12].

Анализ динамики новых выпусков еврооблигаций эмитентов из данных стран за последние пять лет свидетельствует о том, что после 2011 г. наблюдается устойчивый рост заимствования на рынке еврооблигаций суверенными и корпоративными заемщиками (рисунок 1). В 2014 г. ими

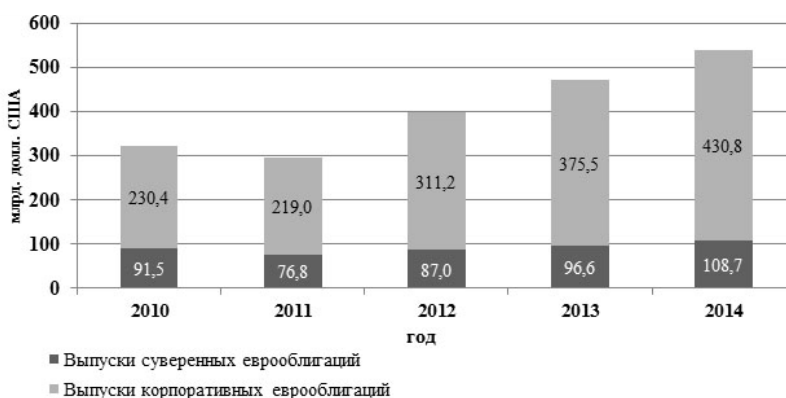


Рисунок 1 – Объем новых выпусков еврооблигаций развивающихся стран

Источник: собственная разработка на основе [3].

были размещены еврооблигации на сумму 539,5 млрд. долл. США. Некоторое падение объемов в 2011 г. объясняется долговым кризисом в евро-зоне.

Следует отметить, что основным фактором увеличения масштабов заимствования являются выпуски корпоративных заемщиков. На их долю в 2014 г. пришлось 79,8 % всего объема размещенных еврооблигаций. Возрос не только объем размещаемых облигаций, но и количество сделок (рисунок 2). Основным драйвером этого роста также были корпоративные заемщики. В 2014 г. корпоративные заемщики осуществили 1052 выпуска еврооблигаций, или 91,6 % от общего объема новых выпусков еврооблигаций развивающихся стран и стран с формирующимися рынками.

В то же время доля эмитентов из стран СНГ составляет всего 4 %.

Исследование показало, что, выходя на международный рынок еврооблигаций в качестве суверенных заемщиков, эти страны преследуют различные цели, среди которых:

- 1) повышение инвестиционной привлекательности, международного престижа и укрепление доверия со стороны инвесторов;
- 2) финансирование текущих и непредвиденных бюджетных расходов;
- 3) рефинансирование и реструктуризация долга;
- 4) удовлетворение внутреннего спроса на валютные ресурсы.

Повышение инвестиционной привлекательности заемщика и укрепление доверия инвесто-

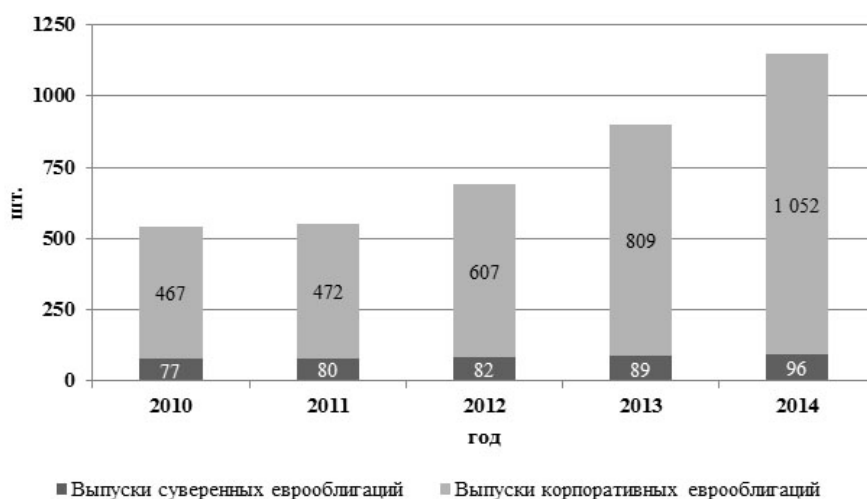


Рисунок 2 – Количество новых выпусков еврооблигаций стран с формирующимися рынками

Источник: собственная разработка на основе [3].

Необходимо также обратить внимание на тот факт, что снизился средний размер выпуска еврооблигаций корпоративных заемщиков. Если в 2010 г. он составлял 0,5 млрд. долл. США, то в 2014 г. уже 0,4 млрд. долл. США. Это свидетельствует о выходе на рынок еврооблигаций более мелких компаний. Что касается региональной структуры рынка еврооблигаций, то, как показывают данные рисунка 3, наиболее активными являются эмитенты из стран Азии, на которых приходится 47 % всего объема новых выпусков.

ров является одной из наиболее важных целей. Например, эта цель была основной при эмиссии ценных бумаг на международных рынках государствами, значительно пострадавшими от Азиатского финансового кризиса 1998 г. и локальных кризисных явлений. Цена сделки в данном случае выступала довольно объективным индикатором доверия иностранных инвесторов к эмитентам. Если цена достаточно адекватна сложившимся рыночным условиям, то можно говорить о восстановлении доверия инвесторов.

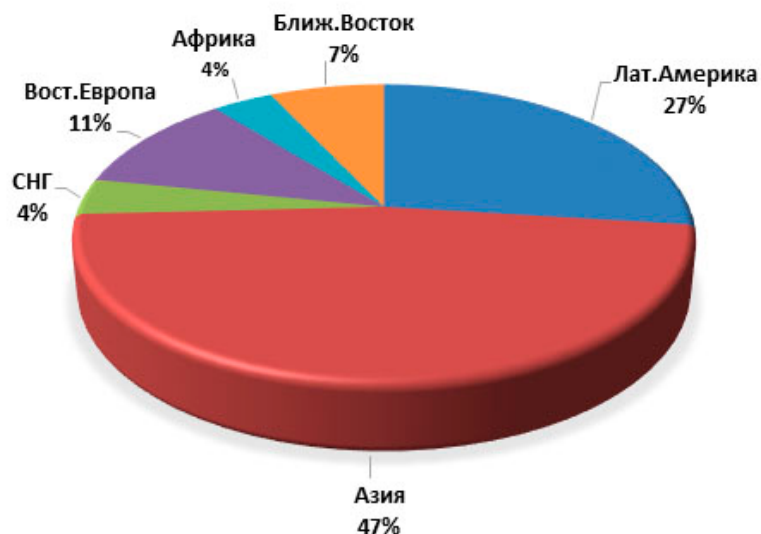


Рисунок 3 – Региональная структура новых выпусков еврооблигаций развивающихся стран в 2014 году

Источник: собственная разработка на основе [3].

Также следует добавить, что выпуск еврооблигаций может являться частью государственной стратегии по привлечению иностранного капитала в национальную экономику и развитию отечественного фондового рынка. В этом случае эмитируемые суверенные еврооблигации призваны открыть доступ национальным корпоративным заемщикам на мировой рынок ссудных капиталов.

Выпуск новых еврооблигаций для рефинансирования и реструктуризации старых долговых обязательств – довольно распространенная практика на мировых финансовых рынках. Она, как правило, является частью схемы по управлению внешней задолженностью эмитента, часто прибегающего к внешним заимствованиям [1, с. 99 – 109]. По мере активизации участия государств в мировом рынке еврооблигаций к подобной практике будут обращаться все большее количество эмитентов. Это объясняется тем, что темпы наращивания внешних заимствований в большинстве случаев превосходят темпы роста прибыли или национального дохода. В итоге эмитент сталкивается с ситуацией, когда он вынужден производить новые заимствования для обеспечения своевременного погашения ранее выпущенных обязательств.

Удовлетворение внутреннего спроса на валютные ресурсы как цель выпуска еврооблигаций, несомненно, также является одной из наи-

более характерных для данной группы стран. Специфика заключается в том, что они больше других подвержены негативному влиянию различных кризисных явлений национального и мирового масштабов в силу недостаточности экономической мощи и сильной зависимости от иностранного капитала. Значительное давление на курс национальной валюты, способное привести к сильному обесценению национальной денежной единицы, может спровоцировать резкое увеличение спроса со стороны национальных инвесторов на ведущие иностранные валюты. Хотя данный процесс не является критичным с точки зрения валютной политики государства, однако спрос на валютные средства со стороны участников национального финансового рынка остается неудовлетворенным, и выпуск еврооблигаций может послужить эффективным решением этой проблемы.

Среди основных целей, выходящих на рынок еврооблигаций корпоративных заемщиков (банки, нефинансовые институты), можно выделить следующие:

- привлечение долгосрочных несвязанных кредитных ресурсов;
- диверсификация источников финансирования и круга инвесторов;
- поиск альтернативы традиционным источникам, доступным на внутреннем рынке (как правило, это кредитные линии банков);

- более легкий пакет ковенант по сравнению с банковским финансированием;
- необеспеченное финансирование;
- снижение стоимости кредитных ресурсов;
- выпуск значительного объема долга;
- формирование кредитной истории, повышение престижа компании и ее узнаваемости на международной арене;
- формирование ориентира для прочих видов финансирования.

Представляется целесообразным более подробно исследовать опыт стран СНГ. Несмотря на то, что эти страны имели достаточно сопоставимые стартовые позиции, в настоящее время они в различной степени представлены на рынке еврооблигаций. По состоянию на 01.01.2015 г. долг заемщиков из стран СНГ по выпущенным еврооблигациям составил 285 млрд. долл. США. На долю корпоративного сектора приходится почти ¾ всего долга (74,3 %), суверенные и муниципальные займы составляли порядка 25,7 % (рисунок 4).

Роof's» впервые присвоило России кредитный рейтинг («ВВ-»). 27 ноября 1996 г. Правительство Российской Федерации разместило свой первый в постсоветской истории заем за рубежом на сумму 1 млрд долл. США и тем самым открыло дорогу на мировой рынок российским корпоративным эмитентам и еврозаймам правительств ряда субъектов Федерации.

Дебютный выпуск 1996 г. оказался единственным российским инструментом, соответствовавшим общепринятым стандартам еврооблигационного рынка: в январе 1997 г. было введено налогообложение доходов от государственных ценных бумаг у источника выплаты. В результате любые доходы по еврооблигациям российских юридических лиц считались полученными из зарубежных источников и облагались налогом на прибыль по полной ставке [6, с. 13]. Всего за период с ноября 1996 г. по август 1998 г. Россия осуществила 9 выпусков облигационных займов, из них 6 – в американских долларах, 2 – в немецких марках и 1 – в итальянских лирах на об-



Рисунок 4 – Объем непогашенных обязательств по еврооблигациям эмитентов из стран СНГ

Источник: собственная разработка на основе [3].

Принимая во внимание, что рынок еврооблигаций для страны открывает, как правило, государство, в первую очередь необходимо проанализировать суверенные еврооблигационные займы стран СНГ. Рынок еврооблигаций для эмитентов из стран СНГ открылся в октябре 1996 г., когда международное агентство «Standard &

сущую сумму около 16 млрд. долл. США. Ставки купонов варьировались от 9 % годовых (немецкие марки, итальянские лиры) до 12,75 % годовых (доллары США). В 1997 г. в условиях финансовой стабилизации правительству удавалось разместить займы с купонной ставкой в 9–10 % по цене 99–103,5 % от номинала. Однако в 1998

г. незадолго до финансового кризиса оно было вынуждено выпускать облигации с купоном в размере 11–12,75 % и ценой размещения значительно ниже номинала (73,8 %). Особенностью последних займов явилась трансформация краткосрочной рублевой задолженности по ГКО/ОФЗ в долгосрочные валютные займы [7, с. 3].

Многие эксперты признавали докризисный дебют России на рынке еврооблигаций в целом успешным: сроки проведения выпусков, условия и валюта займов были выбраны достаточно удачно, что позволило привлечь значительные объемы средств под сравнительно невысокий процент. Некоторое время (в 1997 г. – начале 1998 г.) фондовый рынок России доказывал свою устойчивость, однако финансовый кризис августа 1998 г. лишил Россию возможности использования ресурсов международного рынка капитала. Кредитный рейтинг России был понижен до уровня «ССС», что создало существенное препятствие к размещению новых займов. Лишь к концу 2001 г. ввиду улучшения макроэкономической ситуации, роста российского ВВП, реструктуризации долгов перед Лондонским клубом кредиторов, благоприятной внешнеэкономической конъюнктуры и других факторов российские еврооблигации продемонстрировали одну из лучших в мире курсовых динамик, а премия к доходности эталонных эмиссий сократилась более чем в 4 раза. Это свидетельствовало о постепенном возврате доверия иностранных инвесторов к российским долговым инструментам.

В настоящее время Российская Федерация занимает первое место среди стран СНГ по объёму обращающихся на рынке еврооблигаций (рисунок 5). Суммарная задолженность российского правительства по еврооблигационным займам, номинированным в долларах США, составляет 45,7 млрд. Помимо этого, в 2011 г. был осуществлён выпуск семилетних еврооблигаций в российских рублях на сумму 90 млрд. В 2013 г. Россия также выпустила еврооблигации в евро общим объёмом 750 млн. В 2014 г. ввиду снижения уровня доверия иностранных инвесторов, введения Европейским союзом и США санкций в отношении России и соответствующего роста доходностей обращающихся выпусков российское правительство не выходило на рынок еврообли-

гационных заимствований с новыми проектами.

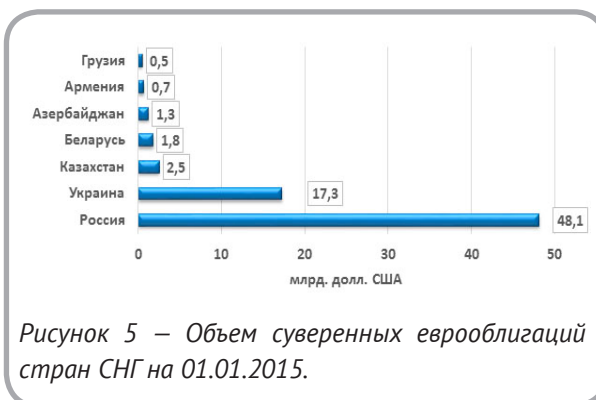


Рисунок 5 – Объем суверенных еврооблигаций стран СНГ на 01.01.2015.

Источник: собственная разработка на основе [3].

Второе место по объёму непогашенного внешнего долга, сформированного за счёт эмиссии еврооблигаций, среди стран СНГ занимает Украина. В настоящее время на международном рынке долгового капитала обращается 11 выпусков долларовых еврооблигаций Украины общим объёмом 16,6 млрд. США. Кроме того в обращении находится один выпуск суверенных еврооблигаций Украины, номинированный в евро, на сумму 600 млн.

На третьем месте с тремя непогашенными выпусками суверенных еврооблигаций в объёме 2,5 млрд. долл. США находится Казахстан, который в октябре 2014 г. впервые после 2006 г. вернулся на рынок еврооблигационных займов, разместив еврооблигации в два транша: 1,5 млрд. долл. США 10-летних еврооблигаций и 1 млрд долл. США 30-летних по доходности 4,07 % и 5,11 % соответственно [2]. Вплоть до 2014 г. именно Казахстан проявлял наименьшую активность на рынке еврооблигационных заимствований. Правительством Республики Казахстан было осуществлено четыре выпуска государственных еврооблигаций в соответствии с международными правилами RegS и 144A в течение 1996–2000 гг. на общую сумму 1270 млн. долл. США, которые к маю 2007 г. были полностью погашены [2].

Четвёртое место с объёмом эмиссии в 1,8 млрд. долл. США занимает Республика Беларусь. Республика долгое время оставалась своеобразной «Terra incognita» для иностранных инвесторов, поскольку белорусские эмитенты не были представлены на мировом фондовом рынке.



Отправной точкой целенаправленной работы по выходу на международный фондовый рынок можно считать присвоение нашей стране 21 августа 2007 г. международным рейтинговым агентством Стэндард энд Пулз (Standard & Poor's), а 22 августа международным рейтинговым агентством Мудис Инвесторз Сервис (Moody's Investors Service) суверенных кредитных рейтингов на уровне «В+» и «В1» соответственно.

Получение суверенных кредитных рейтингов открывало дорогу для Республики Беларусь на внешние финансовые рынки. Уже в ноябре 2007 г. белорусские власти на переговорах в Лондоне обсуждали с японским банком Nomura возможность размещения еврооблигаций. Более того, в 2008 г. японскому инвестиционному банку были предоставлены полномочия на размещение евробондов. Ожидалось, что в 2008 г. будет осуществлен дебютный выпуск трехлетних суверенных еврооблигаций, номинированных в японских йенах, в эквиваленте на 260 млн долл. США [8]. Однако в связи с финансовым кризисом, который начался осенью 2008 г., планы Правительства были скорректированы, и вместо размещения еврооблигаций Беларусь стала привлекать внешние ресурсы другим способом – посредством межгосударственных займов и кредитов МВФ. Таким образом, дебютный выпуск был отложен до 2010 г.

Подходящее «окно» для организации выпуска суверена появилось в начале июля 2010 г. В связи с этим Республикой Беларусь с 12 по 16 июля 2010 г. проведены встречи («роуд-шоу») с инвестиционными компаниями Великобритании, Германии, Швейцарии и Австрии, специализирующимися на инвестировании средств в различные финансовые инструменты, в том числе еврооблигации, на которых представлялась презентация экономики, банковского сектора и государственных финансов республики, давались ответы на вопросы инвесторов.

26 июля 2010 г. было объявлено о выпуске еврооблигаций Республики Беларусь сроком на 5 лет. Сделка была закрыта 3 августа 2010 г., ее результатом стало размещение суверенных еврооблигаций на сумму 600 млн долл. США с купоном 8,75 % годовых по цене 99,011 % от номинала, что соответствовало текущей доход-

ности 9 % годовых. Она вызвала интерес самых разных инвесторов, что нашло отражение в ее статистике: 28 % облигаций было размещено среди европейских инвесторов, 27 % – среди американских оффшорных инвесторов, 22 % – среди российских, 20 % – среди британских и 3 % – среди азиатских. Компании по управлению фондами и компании по управлению активами приобрели 55 %, банки – 22 %, хедж-фонды – 10 %, пенсионные фонды/страховые компании – 6 %, розничные инвесторы/частные банки – 5 % и остальные инвесторы – 2 % от общего объема выпуска [14]. Еврооблигации прошли процедуру листинга на Люксембургской фондовой бирже. Им присвоены рейтинги, аналогичные суверенным рейтингам Республики Беларусь – В1 (Мудис Инвесторз Сервис) / В+ (Стэндард энд Пулз).

С момента завершения дебютного выпуска на вторичном рынке наблюдалась активная торговля ценными бумагами Беларуси, которые реализовывались по цене на 1–2 % выше их номинальной стоимости, а доходность с 9 % снизилась до 8,12 %. Учитывая сложившуюся благоприятную ситуацию на рынке, был проведен дополнительный выпуск еврооблигаций на 400 млн долл. США по цене 102 % от номинала (доходность 8,251 % годовых). Таким образом, общий размер выпуска составил 1 млрд долл. США, доходность к погашению – 8,7 % годовых, цена размещения – 100,199 % годовых.

Дебютный выпуск еврооблигаций Республики Беларусь был оценен международными аналитиками как успешный, а авторитетный журнал «Euroweek» отметил его как «событие августа» на рынке еврооблигаций [13]. В связи с этим в соответствии с рекомендациями банков-организаторов Правительством Республики Беларусь принято решение о выходе на международный финансовый рынок с новым 7-летним еврооблигационным выпуском. 19 января 2011 г. Министерством финансов осуществлен выпуск облигаций Республики Беларусь на международном финансовом рынке по правилу Reg S. Облигации на сумму 800,0 млн долл. США со сроком обращения 7 лет размещены под ставку 8,95 % годовых с ценой первичного размещения 100,0 % от номинальной стоимости.

Нельзя утверждать, что ресурсы привлечены на льготных условиях, но следует отметить, что

анализ мнений инвесторов об участии в покупке белорусских еврооблигаций по результатам «род-уд-шоу» показал, что подавляющее большинство инвесторов оценивали ставку инвестирования в еврооблигации Республики Беларусь на уровне около 9,5 % годовых. Высокая стоимость была обусловлена такими факторами, как: наличие высоких рисков на рынке на момент размещения облигаций, которые были вызваны нерешенными долговыми и бюджетными проблемами ряда европейских стран; рост очевидных для западных инвесторов рисков для Республики Беларусь в отношениях с основным торговым и экономическим партнером – Российской Федерацией; дебют Республики Беларусь на мировом финансовом рынке и начало формирования кредитной истории.

Вместе с тем размещение Республикой Беларусь, как суверенным заемщиком, в 2010–

- сформировать эталонную кривую доходности по облигациям Республики Беларусь;
- открыть доступ на международные рынки белорусских субъектов хозяйствования и финансовых институтов;
- улучшить инвестиционный имидж страны;
- начать формирование кредитной истории.

Остальные страны СНГ: Азербайджан, Армения и Грузия – в настоящее время имеют по одному обращающемуся выпуску суверенных еврооблигаций, а суммарная задолженность перечисленных государств перед держателями еврооблигаций составляет 2,5 млрд. долл. США.

Анализ динамики рынка корпоративных еврооблигаций эмитентов из стран СНГ, на долю которых, как уже упоминалось выше, приходится основная часть долга в виде еврооблигаций (74,3 %), позволяет выделить следующие этапы его развития (рисунок 6).

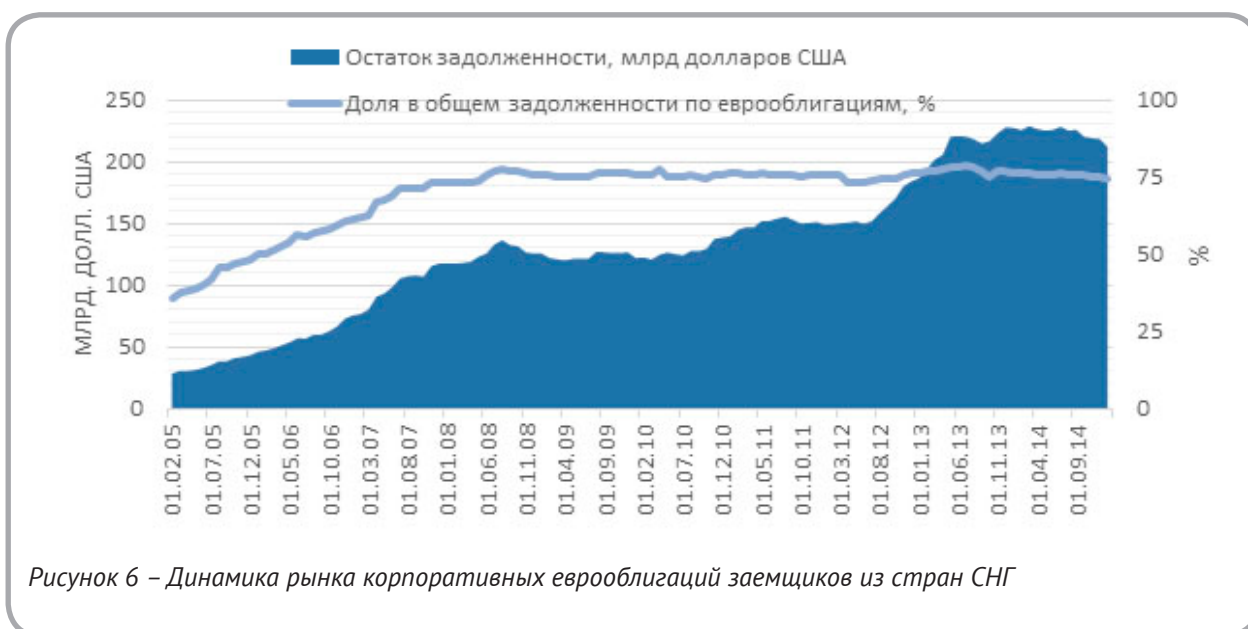


Рисунок 6 – Динамика рынка корпоративных еврооблигаций заемщиков из стран СНГ

Источник: собственная разработка на основе [3].

2011 гг. еврооблигаций позволило:

- в условиях ограниченных возможностей по привлечению капитала привлечь 1,8 млрд. долл. США несвязанных кредитных ресурсов для покрытия разрыва финансирования платежного баланса и пополнения международных резервных активов Республики Беларусь;
- диверсифицировать источники внешнего финансирования;
- расширить инвесторскую базу;

1. 2005 г. – первое полугодие 2008 г.: становление рынка, увеличение его объемов. Так, в течение указанного периода остаток задолженности корпоративных эмитентов по выпущенным еврооблигациям возрос в 3,2 раза с 28,4 млрд. долл. США на 01.01.2005 г. до 132,9 млрд. долл. США на 01.07.2008 г. Корпоративные еврооблигации в это время стали основным инструментом на рынке еврооблигаций стран СНГ. Если в начале 2005 г. задолженность по кор-



поративным еврооблигациям составляла лишь 35,9 % суммарной задолженности по еврооблигациям эмитентов стран СНГ, то к середине 2008 г. 76,6 % рынка.

2. 2005 г. – первое полугодие 2008 г.: становление рынка, увеличение его объёмов. Так, в течение указанного периода остаток задолженности корпоративных эмитентов по выпущенным еврооблигациям возрос в 3,2 раза с 28,4 млрд. долл. США на 01.01.2005 г. до 132,9 млрд. долл. США на 01.07.2008 г. Корпоративные еврооблигации в это время стали основным инструментом на рынке еврооблигаций стран СНГ. Если в начале 2005 г. задолженность по корпоративным еврооблигациям составляла лишь 35,9 % суммарной задолженности по еврооблигациям эмитентов стран СНГ, то к середине 2008 г. – 76,6 % рынка.

3. Второе полугодие 2008 г. – первое полугодие 2010 г.: кризисное состояние рынка, на котором регистрируются единичные первичные эмиссии. За два года объем обращающихся корпоративных еврооблигаций сократился на 6,7 % до 124,1 млрд. долл. США.

4. Второе полугодие 2010 г. – 2013 г.: посткризисное восстановление рынка, выразившееся в увеличении его объёмов. В течение второй половины 2010 – 2013 гг. объём задолженности корпоративных эмитентов по еврооблигациям возрос в 1,8 раза и составил на 01.01.2014 г. 227,3 млрд. долл. США.

Выявленные особенности рынка корпоративных еврооблигаций эмитентов из стран СНГ обусловлены развитием общеэкономических тенденций в регионе, которые, в свою очередь, зависят от динамики мирового рынка. Так, период 2005 – 2008 гг. характеризовался высокими темпами экономического роста, среднегодовой темп прироста совокупного ВВП стран СНГ в отмеченном периоде составил 7,5 % [4, с. 88]. Затем в 2009 г. экономики стран СНГ столкнулись с глубоким кризисом, связанным с падением цен на нефть и другие сырьевые товары, экспортёрами которых являются страны СНГ. В результате за год совокупный ВВП в регионе СНГ сократился на 6,2 % по сравнению с предыдущим годом [9, с. 45]. В 2010 – 2013 гг. экономики стран СНГ начали восстанавливаться, однако темпы роста оказались ниже по сравнению с докризисным пери-

одом. На этом фоне оживление произошло и на первичном рынке корпоративных еврооблигаций, объём которого достиг в 2013 г. рекордных 60,7 млрд. долл. США [3].

Вместе с тем, ухудшение макроэкономической ситуации, усиление политической напряжённости и введение санкций ЕС и США в отношении Российской Федерации в 2014 г. привели к снижению активности эмитентов из стран СНГ на рынке еврооблигаций. В результате за прошедший год суммарный остаток задолженности по еврооблигационным займам корпоративного сектора СНГ снизился до 211,7 млрд. долл. США, или на 6,7 % по сравнению с началом 2014 г.

Как и в случае суверенных еврооблигаций, наибольшую активность на рынке корпоративных еврооблигационных заимствований проявляют эмитенты из России (рисунок 7), что объясняется масштабами российской экономики, наличием значительных потребностей в финансировании в промышленном секторе, достаточно высоким уровнем развития корпоративного управления.

В настоящее время на международном рынке долгового капитала обращается 239 выпусков еврооблигаций сорока пяти эмитентов – представителей финансового сектора Российской Федерации и 119 выпусков сорока четырёх заёмщиков российского нефинансового сектора. Наибольшую активность в сфере привлечения ресурсов с международного рынка долгового капитала проявляют Газпром, Группа ВТБ, Россельхозбанк, ТНК-ВР, Газпромбанк, «Вымпелком», Альфа-банк, Евразхолдинг, Сбербанк России, Северсталь, Внешэкономбанк [5]. При этом наряду со стандартными валютами еврооблигационных заимствований, российские эмитенты выпускали еврооблигации в таких «экзотических» валютах, как австралийский и сингапурский доллары, китайский юань, новый израильский шекель, швейцарский франк, чешская крона, турецкая лира, фунт стерлингов.

Вместе с тем в условиях мирового финансового кризиса ряд преимуществ еврооблигационных заимствований, связанных с более низкими процентными ставками, оказался недоступным для заёмщиков из стран СНГ. В результате некоторые из них были вынуждены объявить дефолты. В наибольшей степени глобальный кризис

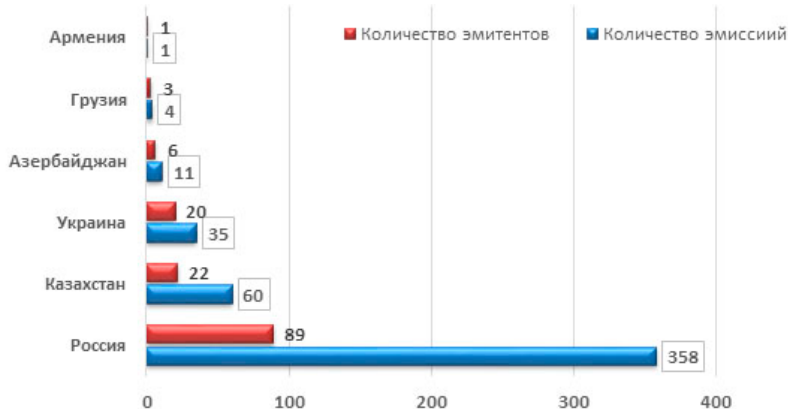


Рисунок 7 – Количество непогашенных корпоративных эмиссий еврооблигаций заемщиков из стран СНГ на 01.01.2015 г.

Источник: собственная разработка на основе [3].

затронул рынок корпоративных еврооблигаций эмитентов из Казахстана. В 2009 – 2010 гг. неисполнение финансовых обязательств по еврооблигациям допустили БТА-Банк, АЛЪЯНС БАНК, Астана-Финанс [11]. Из-за череды дефолтов доверие иностранных инвесторов к финансовым институтам из Казахстана существенно снизилось. Еврооблигации казахских банков, в том числе Казкоммерцбанка, АТФ Банка, Альянс Банка, БТА Банка, обращающиеся в настоящее время на рынке, в основном представляют собой ценные бумаги, выпущенные ещё в докризисный период, и частично реструктурированные.

Существенное место на рынке корпоративных еврооблигаций эмитентов из Казахстана отводится предприятиям реального сектора. Являясь страной, обладающей большими запасами полезных ископаемых, Казахстан активно развивает добывающую промышленность, компании именно этой отрасли демонстрируют значительный спрос на еврооблигационные займы, среди них КазМунайГаз и Жаикмунай (нефтяная компания, занимающаяся добычей, транспортировкой, первичной переработкой и реализацией нефти и газа). В целом же на международном рынке представлено 60 эмиссий еврооблигаций 22 корпоративных заемщиков из Казахстана, из них задолженность в долларах США составляет 24,4 млрд. Особенностью рынка еврооблигационных заимствований в Казахстане является активное использование тенге в качестве валюты номинала для еврооблигаций. Кроме того,

Банк развития Казахстана первым из стран СНГ осуществил выпуск исламских облигаций сукук, номинированных в малазийских ринггитах объёмом 240 млн. с годовой надбавкой 5,50 % и 5-летним сроком [9, с. 47].

Существенное влияние мирового финансового кризиса испытал на себе и рынок корпоративных еврооблигаций украинских эмитентов, дефолты были объявлены банком «Финансы и Кредит», Первым Украинским Международным банком, VAB Банком, которые были вынуждены реструктуризировать свои заимствования, продлив сроки их погашения в обмен на повышенные процентные ставки. В настоящее время задолженность корпоративных заемщиков Украины по еврооблигациям составляет порядка 12,3 млрд. долл. США, рынок представлен 35 эмиссиями 20 эмитентов, среди которых банки (Ощадбанк, Укрэксимбанк, Приватбанк), предприятия металлургической и угольной промышленности (Метинвест, ДТЭК, Ferrhexro), транспорта (Укрзалізниця) и пр. Особенностью украинского рынка еврооблигаций, отражающей структуру и специализацию украинской экономики, является широкое присутствие на нём корпоративных эмитентов сельскохозяйственного профиля – агрохолдинги AgroGeneration, «Авангард», «Укрлендфарминг», «Мрия». С учётом низких суверенных кредитных рейтингов Украины и индивидуальных рейтингов корпоративных эмитентов еврооблигаций сроки заимствования украинских компаний и банков, как правило, не-

велики в пределах пяти лет, а ставки составляют порядка 9–10 % годовых [10, с. 52].

Объём задолженности по еврооблигациям, размещённым корпоративным сектором Азербайджана, составляет 2,8 млрд. долл. США, рынок представлен одиннадцатью эмиссиями шести заёмщиков (Госнефтекомпания Азербайджана, Азербайджанские железные дороги, Международный банк Азербайджана, Муганбанк, Baghlan Group и Access Bank).

В Грузии еврооблигационные заимствования осуществляли Грузинская железная дорога, Банк Грузии и Грузинская нефтегазовая корпорация, в настоящее время объём задолженности указанных эмитентов составляет 1,4 млрд. долл. США.

В декабре 2014 г. на рынке еврооблигационных заимствований дебютировал армянский Ардшинбанк, выпустив трёхлетние LPN в объёме 75 млн. долл. США по ставке 12 % годовых.

Как свидетельствуют данные рисунка 7, у белорусских корпоративных заемщиков отсутствуют непогашенные выпуски еврооблигаций, вместе с тем крупнейшие белорусские банки (ОАО «АСБ Беларусбанк», ОАО «Белагропромбанк», «Приорбанк» ОАО) обладают определённым опытом привлечения долгового финансирования с международного рынка капитала посредством выпуска кредитных нот, механизмы эмиссии которых в целом схожи с еврооблигационными заимствованиями.

Ликвидность кредитных нот, выпущенных белорусскими банками в 2006–2010 гг., была крайне низкой, что обусловило высокую стоимость заимствований и поставило под вопрос эффективность использования привлечённых ресурсов. Вследствие этого некоторые банки заявили о своих намерениях по выпуску еврооблигаций как более ликвидного и привлекательного с точки зрения инвесторов инструмента, однако из-за экономического кризиса конца 2008 – 2011 гг. данные планы не были реализованы. С одной стороны, такая ситуация объясняется сравнительно небольшими масштабами экономики и предприятий нашей страны, а соответственно и объёмом их спроса на заёмные ресурсы. С другой стороны, существенным препятствием для выхода на международные рынки капитала корпоративных эмитентов из Республики Беларусь является низкий уровень суверенных кредитных

рейтингов, что автоматически означает высокую стоимость потенциальных заимствований.

Таким образом, проведенное исследование места развивающихся стран и стран с формирующимися рынками на рынке еврооблигаций позволяет сделать ряд выводов:

- специфика потребностей развивающихся стран определила многоцелевой характер использования еврооблигаций. Наиболее важными финансовыми задачами, решаемыми данной группой стран посредством эмиссии еврооблигаций, являются: повышение инвестиционной привлекательности и укрепление доверия со стороны инвесторов; привлечение долгосрочных кредитных ресурсов в экономику и решение проблемы недостаточности национального капиталобразования; финансирование инвестиционных программ; рефинансирование, реструктуризация долга; удовлетворение внутреннего спроса на иностранную валюту;
- выпуски еврооблигаций стран с формирующимися рынками занимают достаточно незначительную долю рынка еврооблигаций;
- с каждым годом растёт интерес корпоративных заемщиков к привлечению кредитных ресурсов на международном фондовом рынке посредством выпуска еврооблигаций;
- среди развивающихся стран основными участниками рынка еврооблигаций являются заемщики из стран Азии, на заемщиков из стран СНГ приходится только 4 % новых выпусков;
- наибольшую активность среди корпоративных заёмщиков из стран СНГ проявляют российские компании и банки, что объясняется масштабами экономики и самих предприятий, благоприятной ценовой конъюнктурой на международном рынке капитала для российских эмитентов до 2014 г.

Представляется необходимым выявленную специфику участия развивающихся государств и стран с формирующимися рынками учитывать при подготовке к последующим выходам на международный долговой рынок посредством выпуска еврооблигаций.

## СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Жук, И.Н. (2010), *Внешний долг государства: методология и стратегия управления*, Минск, 218 с.
2. Ежегодная оценка состояния и прогноза на 2013–2015 годы государственного и гарантированного государством заимствования и долга, долга по поручительствам государства: утв. совместным приказом Министерства финансов, Министерства экономики и бюджетного планирования и Национального банка Республики Казахстан от 20 февраля 2013 г. № 71 (2013), режим доступа: [http://www.nationalbank.kz/cont/publish707905\\_10179.doc/](http://www.nationalbank.kz/cont/publish707905_10179.doc/) (дата доступа: 18.09.2014).
3. Информация о рынке долгового капитала стран СНГ (2014), режим доступа: <http://www.loans.cbonds.info>, (дата доступа: 25.01.2015).
4. Криничанский, К.В. (2010), *Рынок ценных бумаг*, Москва, 608 с.
5. Крупнейшие российские эмитенты еврооблигаций (2014), режим доступа [http://expert.ru/ratings/table\\_442583](http://expert.ru/ratings/table_442583), (дата доступа: 18.12.2014).
6. Ладик, П.Л. (2007), Суверенный кредитный рейтинг и внешнее финансирование дефицита бюджета, *Финансы, учет, аудит*, 2007, № 7, С. 12–15.
7. Лазин, А. (2004), Организация выпуска еврооблигаций: мировой опыт и российская специфика, *Рынок ценных бумаг*, 2004, № 23, С. 106–110.
8. Минфин Беларуси подтверждает планы по выпуску еврооблигаций в 2010 году (2010), режим доступа: <http://www.interfax.by/news/belarus/1067472>, (дата доступа: 10.04.2015).
9. Назаров, Д. (2012), Инвестиционные идеи в

## REFERENCES

1. Zhuk, I.N. (2010), *Vneshnij dolg gosudarstva: metodologija i strategija upravlenija* [External national debt: management methodology and strategy], Minsk, 218 p.
2. Ezhegodnaja ocenka sostojanija i prognoza na 2013–2015 gody gosudarstvennogo i garantirovannogo gosudarstvom zaimstvovanija i dolga, dolga po poruchitel'stvam gosudarstva: utv. sovместnym prikazom Ministerstva finansov, Ministerstva jekonomiki i bjudzhetnogo planirovanija i Nacional'nogo banka Respubliki Kazahstan ot 20 fevralja 2013 g. № 71 (2013), [Annual state estimate and forecast on 2013–2015 of state and guaranteed by state loan and debt, state surety for debt: app. by joint order of Ministry of finance, Ministry of economics and budget planning and National bank of the Republic of Kazakhstan 20, February 2013 №71] available at: [http://www.nationalbank.kz/cont/publish707905\\_10179.doc/](http://www.nationalbank.kz/cont/publish707905_10179.doc/) (accessed: 18.09.2014).
3. Informacija o rynke dolgovogo kapitala stran SNG (2014) [Information about debt capital market of CIS countries], available at: <http://www.loans.cbonds.info>, (accessed: 25.01.2015).
4. Krinichanskij, K.V. (2010), *Rynok cennyh bumag* [Stock market], Moscow, 608 p.
5. Krupnejshie rossijskie jemitenty evroobligacij (2014) [Russian major issuers of Eurobonds], available at: [http://expert.ru/ratings/table\\_442583](http://expert.ru/ratings/table_442583), (accessed: 18.12.2014).
6. Ladik, P.L. (2007), Suverennyj kreditnyj rejting i vneshnee finansirovanie deficita bjudzheta [Sovereign credit rating and external financing of budget deficit], *Finansy, uchet, audit*, 2007, № 7, pp. 12–15.
7. Lazin, A. (2004), Organizacija vypuska evroobligacij: mirovoj opyt i rossijskaja

- еврооблигациях стран СНГ, *Рынок ценных бумаг*, 2012, № 3, С. 45–48.
10. Печерицын, А. (2005), Еврооблигации – один из способов привлечения внешнего финансирования украинскими заемщиками, *Рынок ценных бумаг*, 2005, № 7, С. 51–52.
  11. Эмитенты, допустившие дефолт (2014), режим доступа: <http://www.afn.kz/?switch=rus&docid=853>, (дата доступа: 10.04.2015).
  12. BIS Quarterly Review (2015), available at: [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1503.htm?m=5%7C25](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1503.htm?m=5%7C25), (accessed: 20.04.2015).
  13. Belarus delivers with debut dollar bond (2010), *Euroweek*, Iss. 1165, available at: <http://www.euroweek.com/Article/2641418/Belarus-delivers-with-debut-dollar-bond.html>.
  14. EM BONDS: Belarus rides in Ukraine slipstream (2010), *Intern. Financing Rev.*, available at: <http://www.ifre.com/em-bonds-belarus-rides-in-ukraine-slipstream/600062.article>.
- specifika [Organisation of issuing Eurobonds: world experience and Russian specifics], *Rynok cennyh bumag*, 2004, № 23, pp. 106–110.
8. Minfin Belarusi podtverzhaet plany po vypusku evroobligacij v 2010 godu (2010) [Minfin of the Republic of Belarus confirms plan of issuing Eurobonds in 2010], available at: <http://www.interfax.by/news/belarus/1067472>, (accessed: 10.04.2015).
  9. Nazarov, D. (2012), Investicionnye idei v evroobligacijah stran SNG [Investment ideas of CIS countries' Eurobonds], *Rynok cennyh bumag*, 2012, № 3, pp. 45–48.
  10. Pechericyn, A. (2005), Evroobligacii – odin iz sposobov privlechenija vneshnego finansirovanija ukrainскими заемщиками [Eurobonds – one of the methods of attracting external financing by Ukrainian borrowers], *Rynok cennyh bumag*, 2005, № 7, pp. 51–52.
  11. Jemitenty, dopustivshie defolt (2014) [Issuers which have committed default], available at: <http://www.afn.kz/?switch=rus&docid=853>, (accessed: 10.04.2015).
  12. BIS Quarterly Review (2015), available at: [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1503.htm?m=5%7C25](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1503.htm?m=5%7C25), (accessed: 20.04.2015).
  13. Belarus delivers with debut dollar bond (2010), *Euroweek*, Iss. 1165, available at: <http://www.euroweek.com/Article/2641418/Belarus-delivers-with-debut-dollar-bond.html>.
  14. EM BONDS: Belarus rides in Ukraine slipstream (2010), *Intern. Financing Rev.*, available at: <http://www.ifre.com/em-bonds-belarus-rides-in-ukraine-slipstream/600062.article>.

Статья поступила в редакцию 02. 09. 2015 г.