

СУВЕРЕННЫЙ ЭМИТЕНТ НА РЫНКЕ ЕВРОЗАЙМОВ

Н.А.Головко,

*кандидат экономических наук,
начальник управления ценных бумаг Белвнешэкономбанка*

Стимулирование инвестиций является одной из важнейших задач государства и осуществляется различными способами. Тут можно назвать стимулирование сбережений домашних хозяйств посредством поддержания положительных процентных ставок и укрепления доверия граждан к отечественной банковской системе, предоставление компаниям льгот фискального плана в области формирования и использования фондов, предназначенных для долгосрочных вложений в реальный сектор, выпуск внутренних и внешних займов. В условиях переходного периода от командной к рыночной экономике при ограниченности внутренних источников финансирования долгосрочных вложений в реальный сектор важным источником инвестиций выступают внешние заимствования, имеющие следующие основные формы:

- кредитование международных финансовых организаций для стабилизации макроэкономических параметров развития страны и обеспечения приоритета трансформационных сдвигов в необходимом направлении;
- межправительственное кредитование (в том числе гарантированное правительствами кредитование национальных коммерческих финансовых организаций), преследующее среди прочих цель опосредованного финансирования экспортирующих секторов экономики страны-кредитора;
- кредитование коммерческих и инвестиционных банков, предоставленное правительству страны-заемщика или компаниям данной страны под гарантию правительства или без нее;
- коммерческое кредитование между компаниями различной государственной принадлежности;
- продажа страной-заемщиком, ее муниципальным органом или компанией ценных бумаг на зарубежных рынках или ценных бумаг на внутреннем рынке иностранным инвесторам за иностранную валюту.

Развитие первых двух видов кредитования является важнейшей предпосылкой для начала заимствования страной денег посредством предложения ценных бумаг определенному кругу глобальных инвесторов. Государство, которое само или субъекты которого не кредитуются МВФ, ВБ, ЕБРР или другой международной финансовой организацией, не имеет для этих организаций и международного сообщества никакой кредитной истории и репутации заемщика. Вышеназванные и родственные им кредитные организации разработали критерии оценки странового риска, основанные на макроэкономических показателях, позволяющие определить степень надежности заемщика. Каждому макроэкономическому показателю присваивается определенный вес для расчета сводного индекса надежности страны. Для этой же цели применяются линейные и нелинейные модели. Сотрудничество эмитентов с международными финансовыми организациями для институциональных инвесторов, покупающих ценные бумаги так называемых развивающихся рынков в свой портфель, является исходным моментом при рассмотрении возможности осуществления тех или иных рискованных инвестиций.

Страны, отвечающие требованиям международных финансовых организаций в отношении своей платежеспособности, могут в целях привлечения иностранного капитала в качестве возможного варианта выпустить свои ценные бумаги на рынок еврооблигаций (евробондов).

1. История возникновения и развития рынка еврооблигаций

Рынок еврооблигаций возник и развился из рынка евровалют. Последний представляет собой рынок, где продавцы и покупатели заключают сделки с валютой, размещенной на счетах в банках, не являющихся резидентами стран-эмитентов данного вида валюты. Иными словами, доллары на счетах банков —

нерезидентов США именуется евродолларами. Подобным образом любая валюта, размещенная на счетах в коммерческих банках-нерезидентах страны-эмитента, считается евровалютой. Основными видами евровалют (в порядке убывания ликвидности рынка) являются немецкие марки, британские фунты стерлингов и швейцарские франки. Однако в большинстве случаев, когда говорят о рынке евровалют, имеют в виду евродоллары.

Возникновение рынка евровалют восходит к периоду конца второй мировой войны. До этого времени долларские депозиты в банках — нерезидентах США были редкостью, а активные операции с ними не имели места. Появлению рынка евровалют способствовали несколько факторов. Рассмотрим их.

1. Напряженные отношения стран советского блока с США в период "холодной войны" вызывали обоснованные опасения их руководства относительно возможности блокирования долларовых активов, размещенных в банках США. СССР и социалистические страны Восточной Европы, с одной стороны, получали значительные суммы свободно конвертируемой валюты за поставляемую на запад продукцию. С другой стороны, эти страны активно использовали такие валютные средства для финансирования критического импорта, от которого они в определенной степени зависели. Для снижения риска замораживания активов в банках США правительства стран советского блока начали размещать свои долларские активы в банках — нерезидентах США (банках Лондона и других европейских финансовых центров).

2. С окончанием второй мировой войны снизилась роль британского фунта стерлингов в качестве резервной валюты, используемой для международной торговли. Война негативно отразилась на экономике Великобритании, что наряду с действием политических факторов привело к значительному дефициту платежного баланса, девальвации фунта стерлингов и введению британским правительством ограничений использования данной валюты для международных расчетов. Для финансирования внешней торговли импортеры Великобритании и стран Западной Европы начали занимать доллары у субъектов, получающих выручку в этой валюте или хранящих в ней свои активы в банках — нерези-

дентах США. Так возник рынок евровалюты, где операции росли нарастающими темпами.

3. Развитию рынка евровалюты способствовали в 1968 — 1969 гг. высокие процентные ставки на рынке США. В то же время банкам США запрещалось платить по депозитам ставки выше установленного государством уровня, который тогда был значительно ниже рыночных ставок. Для привлечения ресурсов банки США использовали свои зарубежные дочерние банки, привлекавшие ресурсы по рыночным ставкам.

4. Рынок евродолларов постоянно получает подпитку правительства США. Имея на протяжении многих лет дефицит платежного баланса, США больше тратят, чем зарабатывают, что фактически приводит к накоплению долларов у нерезидентов.

5. Во время кризиса 1974 г., когда страны ОПЕК резко повысили цены на нефть, у резидентов стран — экспортеров нефти накопились значительные суммы долларов США. Арабские страны — экспортеры нефти в силу политической неопределенности перспектив преодоления арабо-израильского конфликта предпочитали размещать долларские активы в банках Великобритании и Швейцарии.

С возникновением рынка евродолларов появился источник заимствования данной валюты вне США, что явилось стимулом к развитию рынка еврооблигаций. До возникновения рынка евровалюты нерезиденты США могли провести заимствование долларов США на рынке капитала (как наиболее дешевый вид заимствований) только посредством эмиссии долговых обязательств на внутреннем рынке США. Такие облигации получили наименование "янки", они обращаются на рынке США, и в настоящее время их объемы имеют тенденцию к относительному сокращению. По состоянию на конец 1993 г. "янки" имели объем 126,0 млрд долл., а их удельный вес в иностранных облигациях, денонмированных в долларах США, составлял 18,53%. Эмиссия "янки" сопряжена с необходимостью соблюдения эмитентом требований Комиссии по ценным бумагам и биржам США (SEC), осуществляющей надзор и регулирование фондового рынка этой страны. В

'Solnik Bruno. International Investments. Third Edition. Addison-Wesley Publishing Company, Inc., USA, 1996. P.288, 289.

соответствии с действующим в США законодательством (акт по ценным бумагам 1933 г.), все публично размещаемые выпуски ценных бумаг перед их продажей должны пройти регистрацию в SEC с раскрытием всей относящейся к эмиссии информации в проспекте для инвесторов. По отношению к “янки” существует упрощенная процедура регистрации выпусков в SEC, хотя она может быть довольно дорогостоящим делом для эмитента, использующего стандарты бухучета и статистики, отличные от применяемых США. Облигацию, не зарегистрированную в SEC, нельзя предлагать инвесторам США при первичном размещении. Инвесторам США разрешается покупать такие ценные бумаги только после того как они станут “выдержанными” (seasoned), т. е. прошел период, в течение которого данные ценные бумаги характеризовались относительной устойчивостью. Обычно на “выдерживание” отводится три месяца, но иногда этот период затягивается до девяти месяцев.

В США существовали препятствия фискального порядка, которые сдерживали эмиссию “янки” и способствовали перетоку ресурсов на еврорынок. В 1963 г. США ввели так называемый уравнивающий налог на проценты (IET), распространявшийся на ценные бумаги иностранных эмитентов, находящиеся в собственности американских инвесторов. Налог вынуждал иностранных эмитентов платить повышенные проценты для привлечения средств американских инвесторов. Спустя несколько лет Совет управляющих ФРС запретил займы американских компаний нерезидентам и иностранные инвестиции американских корпораций. Это сразу же сделало американский рынок “янки” непривлекательным для зарубежных заемщиков. Отмена IET в 1974 г. не восстановила интерес нерезидентов к этому рынку. Помимо IET, в США до 1984 г. действовал 30% налог, удерживаемый с доходов нерезидентов, получаемых из источников в США. Нерезиденты – обладатели активов в долларах США оказывались в относительно менее выгодном положении по сравнению с инвесторами США, что неизбежно требовало создания инструментов инвестирования, соответствующих их интересам. Отмена налога в 1984 г. показала инертность рынка, который к тому времени переориен-

тировался на иные инструменты, в связи с чем рынку США не вернулась былая активность. Перемены в законодательстве, ухудшающие условия работы иностранных инвесторов, подорвали доверие этих субъектов к рынку облигаций США на долгое время.

В США собственники облигаций должны быть зарегистрированы в реестре эмитента, что противоречило интересам многих институциональных инвесторов, которым была необходима анонимность операций с ценными бумагами.

Таким образом, появление рынка евровалют и ряд названных объективных и субъективных факторов подготовили возникновение рынка еврооблигаций, динамика развития которого остается очень высокой. Евробонды – это облигации (подписка на них организуется многонациональным синдикатом финансовых институтов), размещаемые в странах, валюта которых не совпадает с валютой номинала облигаций. Евробонды размещаются: 1) за пределами страны пребывания заемщика; 2) за пределами той страны, в валюте которой они деноминированы. По своей сути они экстерриториальны, эмиссия не регулируется каким-либо национальным законодательством, к ним не применяются налоги, удерживаемые у источника выплат (withholding taxes), держатель является законным приобретателем облигаций, что обеспечивает анонимность операций.

На конец 1993 г. в обращении находилось евробондов на сумму 554,1 млрд долл. Структура рынка евробондов и его удельный вес в общем объеме публично размещенных облигаций показаны в табл. 1.

Из таблицы следует, что рынок евробондов представлен в значительной части ценными бумагами, деноминированными в долларах США. Данная валюта является резервной, в ней производится подавляющая часть международных торговых и неторговых расчетов. Поэтому вполне понятно, что многие государства, муниципальные органы власти и коммерческие организации используют евробонды как инструмент заимствования. Доля евробондов, деноминированных в долларах США, примерно равна доле облигаций, которые деноминированы в долларах США и обращаются на рынке в общем объеме публично размещенных облигаций. В 1996 – 1997 гг.

Рынок публично размещенных облигаций по состоянию на начало 1994 г.¹

Валюта номинала	Публично размещено всего, млрд долл.	В % к итогу	Размещено евробондов, млрд долл.	В % к выпускам в соответствующей евровалюте	В % к сумме эмиссии
Доллары США	7547,2	46,3	554,1	7,3	42,7
Японские иены	3044	18,7	157,2	5,2	12,1
Немецкие марки	1590,8	9,8	120	7,5	9,3
Итальянские лиры	780,7	4,8	29	3,7	2,2
Французские франки	748,6	4,6	89,3	11,9	6,9
Фунты стерлингов	436,6	2,7	123,4	28,3	9,5
Канадские доллары	393	2,4	75,8	19,3	5,8
Бельгийские франки	301,3	1,8	0,4	0,1	0
Голландские гульдены	227,5	1,4	27,2	12	2,1
Датские кроны	227,4	1,4	3	1,3	0,2
Швейцарские франки	200,7	1,2	-	0	-
эю	144,6	0,9	95,3	65,9	7,3
Прочие	664,1	4	22,9	3,5	1,8
ВСЕГО	16306,5	100	1297,6	8	100

¹Solnik Bruno International Investments Third Edition Addison-Wesley Publishing Company, Inc., USA, 1996 P 288

произошел сдвиг в направлении увеличения доли сегмента рынка еврооблигаций, деноминированных в долларах США, до 48%².

Вторым по объему является рынок евробондов, деноминированных в японских иенах. В то же время относительный удельный вес данного рынка в массе публично размещенных облигаций, деноминированных в иенах, невысок. Как видно из таблицы, есть валюты, которым эмитенты отдают предпочтение при выпуске евробондов. К таким валютам, помимо доллара США, относятся прежде всего эю, английский фунт стерлингов, канадский доллар, голландский гульден и французский франк. эю привлекает много заемщиков из стран со слабыми валютами, которые не могут выпускать облигации в своих валютах. Для этих заемщиков эю снижает курсовой риск в отношении их местной валюты. Одновременно инвесторы, инвестирующие в недолларовые облигации, могут непосредственно диверсифицировать свои портфели европейских валют, покупая облигации, деноминированные в эю.

С 1 января 1999 г. ситуация на международном валютном рынке начнет принципиально меняться в связи с объединением валют-

ных систем ряда европейских стран и введением в обращение единой европейской денежной единицы евро. Доля стран, где будет обращаться эта денежная единица, в производстве и международной торговле будет не ниже, чем доля США. Поэтому уже сейчас есть все основания полагать, что евро в недалекой перспективе может стать второй резервной валютой наряду с долларом США. Поскольку прообразом евро в настоящее время выступает эю, которую пересчитают в евро по курсу 1:1 по состоянию на конец 1998 г., то уже в 1998 г. отмечается значительный интерес к эмиссии евробондов, деноминированных в эю. Доля евробондов, деноминированных в японских иенах и особенно швейцарских франках, не соответствует значению этих валют в международных расчетах. Центральный банк Швейцарии запрещает использование ее валюты для выпуска евробондов. Поэтому иностранные заемщики вынуждены производить эмиссию облигаций на внутреннем фондовом рынке этой страны. Регулирование данного рынка и процедура регистрации эмиссий просты и понятны, что делает его доступным для нерезидентов. В Швейцарии доля облигаций иностранных эмитентов в сумме облигаций, деноминированных в ее валюте, составляет 41,6% — наивысший показатель

² Luce Edward Bonds set to recover poise // Financial Times 1998 January 23 P III

среди промышленно развитых стран. Следует, однако, иметь в виду, что в Швейцарии с нерезидентов удерживается у источника выплат налог в размере 30%, что снижает эффективную доходность вложений.

До 1984 г. Япония запрещала использование иены для выпусков евробондов – за исключением эмиссий таких заемщиков, как иностранные государства и наднациональные образования (например, Всемирный банк). В связи с этим для Японии (как и для Швейцарии) было характерно развитие внутреннего рынка иностранных облигаций, получивших наименование «самурай». Разрешение деноминировать выпуски евробондов в иенах привело к резкому росту данного сегмента рынка. Достаточно сказать, что если в 1983 г. объем новых выпусков евробондов в иенах составил лишь 0,2 млрд долл. (в эквиваленте), то уже в 1986 г. – 18,7 млрд долл., а в 1993 г. эта цифра более чем удвоилась.

Может показаться странным, что центробанк страны запрещает использование своей валюты при эмиссии евробондов, рынок которых по своей сути является офшорным. Такой контроль осуществляется через национальные финансовые институты, выступаю-

щие основными внутренними источниками национальной валюты. В Японии национальные финансовые институты должны участвовать в синдикате (организующем эмиссию евробондов в валюте этой страны), чтобы выпуск состоялся. Данные институты являются одновременно и самыми крупными инвесторами в иенах. Подобное характерно для всех стран.

Большинство выпусков международных облигаций имеют фиксированную процентную ставку. Одновременно облигации с переменным купоном (FRNs) занимают значительный сегмент рынка. FRNs обычно выпускаются в долларах США. Основными заемщиками на международном рынке выступают государства (в том числе их субъекты) и международные организации (табл. 2).

1996 и 1997 были рекордными годами по объему новых выпусков еврооблигаций, составивших соответственно 680 и 742 млрд долл.³ Впервые в 1997 г. новые выпуски еврооблигаций спекулятивного класса превысили выпуски инвестиционного класса, что означает наполнение рынка ценными бумагами относительно низкого качества, несущими повышенный риск. Помимо неизменного

Таблица 2

Выпуски международных облигаций по состоянию на конец года, млрд долл.*

Субъекты	1981 г	1982 г	1983 г	1984 г	1985 г	1986 г	1987 г	1988 г	1989 г	1990 г	1991 г	1992 г	1993 г
Индустриальные страны	40,9	63,1	60,3	91,9	141,1	200,3	156,5	199,0	240,4	208,4	282,9	296,9	408,0
в том числе													
США	6,8	14,5	7,3	23,9	40,5	43,6	21,5	17,3	15,8	21,8	21,1	17,6	24,8
Япония	6,9	8,4	14,0	17,0	21,1	34,4	44,4	51,2	97,5	55,4	72,1	56,2	61,0
Развивающиеся страны	4,9	5,0	2,5	3,6	7,9	4,2	3,1	4,2	2,6	4,5	9,4	14,0	45,6
в том числе													
Лат Америка	3,7	2,5	-	0,2	0,2	0,4	-	0,8	-	1,0	5,0	8,0	23,7
Азия	1,1	2,1	2,2	3,0	6,9	3,7	3,1	2,9	1,9	3,1	4,1	5,8	13,0
Ближний Восток	0,2	0,4	0,2	0,4	0,4	0,1	-	0,5	0,7	0,4	0,3	0,2	8,9
Бывшие соцстраны	-	-	0,1	0,2	2,0	0,3	0,5	1,3	2,4	2,0	2,0	2,9	7,0
Международные организации	7,2	9,9	13,4	11,7	17,7	19,5	20,4	21,7	10,3	15,0	14,4	19,9	20,4
ВСЕГО	53,0	78,0	76,3	107,4	167,7	224,3	180,8	224,8	255,7	229,9	308,7	333,7	481,0

*Разбивка по странам, к которым относятся заемщики.

интереса эмитентов к заимствованиям в долларах США, в новых выпусках еврооблигаций возросла доля ценных бумаг, деноминированных в английских фунтах стерлингов. Одновременно в 1997 г. по сравнению с 1996 г. произошло ослабление позиций еврооблигаций, деноминированных в валютах стран континентальной Европы (Германия, Франция, Италия, Голландия, Испания), доля которых в новых выпусках сократилась с 33 до 28 %⁴.

Крупнейшие заемщики на международном рынке – корпорации Японии и США. Крупными заемщиками являются правительства Канады и Скандинавских стран, а также корпорации Скандинавских стран. Заемщики, характеризующиеся высоким риском непогашения долга, не имеют доступа к данному рынку. Латиноамериканские страны буквально «выпали» из рынка в 1982 г., но затем вновь появились в 90-х годах. В 1996 – 1997 гг. объемы эмиссии евробумаг странами Латинской Америки имели тенденцию к росту, составив 24,5 и 36,6 млрд долл. соответственно⁵. Наибольший удельный вес в 1997 г. в новых выпусках этих стран составляли ценные бумаги Бразилии (34,1%), Аргентины (28,6%), Мексики (25,6%)⁶. Международные организации, такие как Всемирный банк, Европейский инвестиционный банк, Азиатский и Африканский банки развития, Международный банк развития и Европейский союз, эмитируют большие объемы своих облигаций на международном рынке. Часть привлеченных ресурсов затем используется для кредитования развивающихся стран, которые не имеют выхода на международный рынок капитала. Распад социалистического лагеря и переход данных стран к рыночной экономике обострили проблему финансирования структурных преобразований их экономических систем. Из стран Восточной Европы по объему заимствований на рынке еврооблигаций лидирует Венгрия, доля которой составляет 80% восточно-европейского сегмента рынка, второе место

принадлежит Чехии⁷. С 1996 г. нарастает активность заимствований России, ее муниципальных образований, банков и компаний реального сектора. На конец 1-го квартала 1998 г. эмиссию евробондов произвели правительство Российской Федерации, Москва, Санкт-Петербург, Нижний Новгород, а также АО «Сибнефть», ОНЭКСИМбанк, Альфа-банк, «СБС-Агро», КБ Российский кредит, Лукойл, Мосэнерго, Татнефть. Из данных выпусков 40% приобрели инвесторы США, 45% – Западной Европы, 15% – Азии⁸. В 1998 г. 16 регионов России выразили готовность заимствовать деньги на международном рынке капитала. Характеристика федеральных займов РФ приведена в табл.3.

21 апреля 1998 г. Россия выпустила пятилетние еврооблигации объемом 500 млрд итальянских лир, спред по которым составил 435 базисных пунктов по отношению к пятилетней ставке swap в лирах, купон – 9 % (сообщили лид-менеджеры выпуска Credito Italiano и JP Morgan Securities). Среди субъектов Российской Федерации завершилась подготовка эмиссии евробондов Республики Башкортостан. Конкуренцию России в данном секторе составляют страны Латинской Америки (особенно Аргентина и Бразилия), а также осваивающие международный рынок капитала Украина, страны Балтии, Польша и Словакия.

II. Организация эмиссии еврооблигаций

Рынок еврооблигаций представляет собой сегмент рынка капитала, где конкуренция особенно интенсивна. Конкуренция идет, во-первых, за ресурсы, т.е. за получение их на наиболее выгодных условиях, и, во-вторых, за обслуживание эмитентов, т.е. фактически за продажу услуг по организации и обслуживанию эмиссии. При конкуренции в первой из названных областей задача эмитентов состоит в том, чтобы убедить потенциальных инвесторов в следующем:

1) экономика эмитента развивается устойчиво, и это является надежной основой для выполнения эмитентом обязательств;

⁷ Моисеев С. Рынок евробумаг в круговороте событий // Рынок ценных бумаг. 1998. №3. С.18.

⁸ Макаревич Л. Спекулятивный капитал берет на прицел российские стратегические позиции // Финансовые известия. 1998. №23.

³ Luce Edward. Bonds set to recover poise // Financial Times. 1998. January 23. P. III.

⁴ Luce Edward. Bonds set to recover poise // Financial Times. 1998. January 23. P. III.

⁵ Wheatley Jonathan. Doors open to outsiders // Financial Times. 1998. January 23. P. XIV

⁶ Ibidem.

Таблица 3

**Основные характеристики внешних еврооблигационных займов
федерального правительства Российской Федерации**

Параметры	Нем марки 1-й транш	Нем марки 2-й транш	Долл США 1-й транш	Долл США 1-й транш	Долл США 2-й транш
Дата эмиссии	март 1997	март 1998	ноябрь 1996	июнь 1997	октябрь 1997
Срок обращения, лет	7	7	5	10	10
Купон, % годовых	9,0	9,375	9,25	10,0	10,0
Объем эмиссии, млн	2000	1250	1000	2000	400
Спрэд, б п	370	475	345	375	375
Управляющие	Deutsche Morgan Grenfell, CS First Boston	Deutsche Bank, SBC Warburg	J P Morgan Securities, SBC Warburg	J P Morgan Securities, SBC Warburg	J P Morgan Securities, SBC Warburg

¹⁰ По данным информационных агентств

2) эмитент пользуется доверием международных финансовых организаций, в срок и в полном объеме погашал полученные от них кредиты,

3) эмитент не является сильно закредитованным, т.е. объем его внутреннего и внешнего долга находится в нормальных размерах,

4) эмитент привержен либеральным принципам организации экономических отношений и твердо будет придерживаться их в будущем,

5) эмитент политически стабилен (когда речь идет о государстве), а его финансово-экономическая система четко организована, предсказуема и прозрачна для инвесторов,

6) эмитент имеет довольно высокий международный рейтинг,

7) эмитент имеет достаточно внутренних резервов для преодоления возможных временных экономических проблем.

Умение убедить глобальных инвесторов по всем перечисленным пунктам в принципе позволит государству-заемщику начать подготовку к выпуску. Субъекты, не сумевшие доказать свою надежность в качестве эмитентов, не допускаются на рынок евробондов, для них возможным способом привлечения ресурсов могут быть кредиты финансовых учреждений или так называемое частное размещение, когда ценные бумаги продаются ограниченному кругу инвесторов. Ликвидность рынка таких бумаг крайне невысока, а процентные

ставки в полной мере отражают высокий риск. Следует также учесть, что субъект той или иной страны едва ли выпустит на международный рынок свои ценные бумаги, если такая возможность не открыта самому государству. Поэтому исходным моментом в привлечении в реальный сектор страны иностранных инвестиций является репутация государства как надежного, предсказуемого и отвечающего по своим обязательствам заемщика

При прочих равных условиях конкуренция потенциальных государств-эмитентов особенно острая при получении ими международного рейтинга. Рейтинг — это своего рода показатель международного престижа заемщика, выступающий мерой риска инвесторов; его присваивают агентства, которые являются коммерческими организациями и взимают плату за свои услуги. В мире много подобных организаций, но большинство из них не имеет международной репутации, в связи с чем их данные не служат основой для оценки риска крупнейшими институциональными инвесторами. Среди агентств, пользующихся высокой репутацией, следует отметить Standard and Poor's (S&P), Moody's Investor Service (Moody's), Fitch-IBCA Ltd (F-I). Агентства "второго уровня" выполняют специальные работы по обслуживанию клиентов определенных отраслей или регионов, а также обеспечивают присвоение рейтинга отдельным

траншам ценных бумаг, прошедших оценку первых трех агентств Среди таких компаний можно отметить Duff & Phelps, McCarthy, Crisanti & Maffei, Thomson Bankwatch, Canadian Bond Rating Service, Dominion Bond Rating Service Если эмитент всерьез и надолго решил выйти на международный рынок капитала, при больших потребностях в ресурсах и регулярной эмиссии ценных бумаг, то наилучший способ привлечь внимание глобальных инвесторов — это получить рейтинг S&P или Moody's Эти фирмы не только оценивают заемщика, но также и распространяют имеющуюся у них информацию по всему миру, что осуществляется через предоставление ее крупнейшим информационным агентствам, регулярную публикацию бюллетеней, трансляцию по телекоммуникационным каналам в режиме on-line Последнее позволяет инвесторам более оперативно ориентироваться в меняющейся обстановке и принимать адекватные решения

Компания Standard & Poog's возникла в 1870 г и первоначально занималась опубликованием финансовой статистики железных дорог США Сейчас она является частью компании McGraw-Hill, структурные подразделения которой оказывают информационные услуги под фирменным названием Standard & Poog's Рейтинг долгов компания начала проводить с 1916 г, в ней занято 750 аналитических работников от 18 представительств 12 стран В 1998 г компания открыла офис в Москве Общий объем выпусков долговых обязательств, прошедших рейтинг S&P, превышает 10 трлн долл В число этих облигаций входят долговые обязательства 70 стран мира Прежде чем оценить долги какой-либо компании или муниципального органа, практически все рейтинговые агентства оценивают так называемый суверенный риск, т е определяют возможности государства, на территории которого находится заемщик, платить по долговым обязательствам Следовательно, предпосылкой привлечения инвестиций в страну является получение государством рейтинга хотя бы одного известного агентства

Рейтинг государства определяется по оценке риска неплатежа по средне- или долгосрочным обязательствам, деноминированным в иностранной валюте и выпущенным правительством от своего имени или гаранти-

рованным им В случае, если выпусков таких ценных бумаг не проводилось, рейтинг государства может быть установлен, основываясь на риске вложений в ценные бумаги, которые оно могло бы эмитировать Данный риск является наименьшим риском неплатежа по обязательствам в иностранной валюте, эмитированным в стране Причина этого состоит в том, что государство имеет наилучшие на своей территории условия мобилизации иностранной валюты, поскольку в отношении его резидентов могут действовать и часто действуют ограничения по валютным операциям и валютным операциям, связанным с движением капитала Государства могут принуждать своих резидентов к продаже валюты или депонированию ее в различные централизованные фонды

Рейтинг, присвоенный по обязательствам, деноминированным в иностранной валюте, является наивысшим рейтингом, который может получить любой субъект государства Рейтинг государства по обязательствам в иностранной валюте не обязательно отражает риск, связанный с введением ограничений на валютнообменные операции, он также не обязательно отражает риск реструктурирования банковских ссуд Под неплатежами заемщика понимается непосредственно отсутствие или задержка оплаты основной суммы долга или процентов Они имеют место и в случаях, когда 1) эмитент производит погашение своих обязательств перед инвесторами посредством предложения им пакета ценных бумаг, сокращающего первоначальные обязательства, 2) эмитент производит обмен находящихся в обращении ценных бумаг на новые по дисконтационному курсу

Среди стран СНГ рейтинг на 18 февраля 1998 г имели Россия, Молдова, Казахстан и Украина Рейтинги некоторых бывших социалистических стран показаны в табл 4 В принципе получение странового рейтинга Республикой Беларусь возможно, однако следует учесть, что его уровень будет скорее всего крайне низок Рейтинг может быть присвоен как эмитенту, так и выпускаемым им ценным бумагам Если эмитент получил долгосрочный рейтинг, то все его выпуски ценных бумаг проходят рейтинг По уровню рейтинга ценные бумаги подразделяются на инвестиционные (рейтинг AAA — BBB- по класси-

фикации S&P) и спекулятивные (рейтинг ВВ и ниже), получившие наименование "мусор" (junk). Страны СНГ и выпущенные ими на международный рынок ценные бумаги относятся рейтинговыми агентствами к спекулятивному классу (Россия и Казахстан — ВВ-). ВВ является высшей категорией надежности среди ценных бумаг спекулятивного класса.

Инвестиционный рейтинг в секторе обязательств стран бывшего социалистического лагеря присвоен ценным бумагам правительства Венгрии. Такой рейтинг для потенциальных инвесторов означает, что по бумагам отсутствует или крайне низка вероятность неплатежа основной суммы долга и процентов, а долговые обязательства имеют достаточный

лятивные ценные бумаги используются для краткосрочных вложений с потенциально высокой доходностью; институциональные инвесторы продают их в первую очередь при возникновении кризисных ситуаций на рынке. Так, глобальный финансовый кризис, начавшийся в странах Юго-Восточной Азии и обострившийся в конце октября 1997 г., привел к сбросу институциональными инвесторами спекулятивных ценных бумаг и вложению высвободившихся ресурсов в ценные бумаги казначейства США. Цены на еврооблигации федерального правительства России и российских муниципальных образований резко упали. Динамика цен некоторых бумаг инвестиционного и спекулятивного классов за сентябрь – ноябрь 1997 г. представлена в табл. 5.

Ситуация четвертого квартала 1997 г. получила наименование "бегство к качеству", когда инвесторы, обеспокоенные перспективами обесценения ценных бумаг спекулятивного класса, продают ценные бумаги и приобретают высоконадежные долговые обязательства казначейства США. Для осени 1997 г. был характерен рост цен на казначейские облигации США, при этом доходность их падала, пробив по ценным бумагам с оставшимся сроком обращения более 10 лет психологический барьер в 6% годовых. Сложившаяся ситуация, когда реальная доходность ценных бумаг спекулятивного класса заметно возросла, способствовала тому, что большинство государств-эмитентов отложили выпуск еврооблигаций, запланированный на конец 1997 — начало 1998 г. Те развивающиеся страны, которые все же произвели эмиссию в это время, вынуждены были согласиться на несение дополнительных расходов по обслуживанию новых долгов. Получение эмитентом и его ценными бумагами рейтинга спекулятивного

Таблица 4

Страновые долгосрочные рейтинги, присвоенные ведущими агентствами*

Страна /Агентство	F-I	S&P	Moody's
Словения	A-	A	A3
Чехия	A-	A	Baa1
Эстония	BBB	BBB+	Baa1
Польша	BBB	BBB-	Baa3
Хорватия	BBB-	BBB-	Baa3
Словакия	BBB-	BBB-	Baa3
Венгрия	BBB-	BBB-	Ba2
Латвия	-	BBB	-
Литва	BB	BBB-	Ba2
Молдова	-	-	Ba2
Россия	BB+	BB-	Ba2
Румыния	BB-	BB-	Ba3
Казахстан	BB-	BB-	Ba3
Болгария	-	-	B2
Украина	-	-	B2

* Business Monitor International

уровень обеспеченности. Эти бумаги включаются в инвестиционные портфели крупнейших институциональных инвесторов. Спеку-

Таблица 5

Динамика цен некоторых облигаций

Наименование эмитента, код облигации	Рейтинг S&P	Цена на 01.09.97 г.	Цена на 19.11.97 г.	Динамика цен, %
С.-Петербург, ISIN US X86794AA61	BB-	101,625	85,875	84,50
Москва, ISIN XS 0076966398	BB-	102,500	94,280	91,98
Бумаги казначейства США, ISIN US 9128272V3	AAA	100,500	100,781	100,28

класса, безусловно, расширяет возможности заимствования с уплатой нормальных для данного уровня риска процентных расходов, однако одновременно усиливается зависимость целых государств от спекулятивных настроений и конъюнктуры международного рынка, закономерности развития которого далеко не всегда соответствуют целям эмитента.

Рейтинг, квалифицирующий ценные бумаги государства как junk, едва ли добавляет авторитет эмитенту и всем его субъектам (рейтинг которых по определению не может быть выше рейтинга государства) на международном рынке. Получение рейтинга производится на платной основе. Агентство S&P присваивает долгосрочный рейтинг стране на договорной основе. При этом рейтингу может подвергнуться как сам заемщик, так и выпуск его ценных бумаг. Первоначально плата за получение рейтинга для отдельного выпуска ценных бумаг производится по ставке 3,25 в/р, что составляет 32 500 долл. США в расчете на 1 млрд долл. эмиссии (по номиналу). Рейтинговое агентство выполняет мониторинг состояния заемщика и периодически переоценивает его рейтинг. Ежегодная плата за такое сопровождение составляет 40 000 долл. США за первый выпуск, 30 000 долл. США за второй и по 15 000 долл. США за каждый последующий. Государства-эмитенты, имеющие только долгосрочный рейтинг и не производящие выпуски ценных бумаг, ежегодно платят 25 000 долл. США. Таким образом, эмиссия еврооблигации государством-заемщиком при ее однократном проведении будет относительно дорогостоящим мероприятием. Обычно государства обращаются в агентства за присвоением рейтинга в том случае, если:

- они намереваются производить эмиссии на регулярной основе;
- эмиссия, произведенная суверенным заемщиком, имеет целью открыть выход на международный рынок капитала муниципальным заемщикам или национальным компаниям.

Рейтинговые компании постоянно проводят мониторинг долговых обязательств, исходя из меняющихся условий, определяющих возможность заемщика вовремя и в полном объеме отвечать по своим обязательствам. Одновременно с рейтинговой оценкой долга

S&P может сделать следующие пометки, необходимые для принятия своевременных инвестиционных решений:

Positive — рейтинг может быть повышен;
 Negative — рейтинг может быть снижен;
 Stable — рейтинг останется без изменения;

Developing — существует вероятность изменения рейтинга в ту или иную сторону.

Аналогичные пометки делает и агентство Moody's.

После получения рейтинга государство-заемщик осуществляет деятельность, направленную на непосредственную организацию эмиссии еврооблигаций. Оно объявляет конкурс на выполнение работы ведущего менеджера выпуска. На конкурс подаются заявки ведущие инвестиционные банки. Отбираются лучшие предложения с точки зрения объема комиссионного вознаграждения за проделанную работу и качества предлагаемых услуг. Среди инвестиционных банков в последнее время идет жесткая конкуренция в области организации подписки на ценные бумаги. Так, тендер на право организации выпуска облигаций внешнего займа Башкортостана привлек внимание 26 ведущих мировых инвестиционных банков⁹. Наиболее вероятными претендентами на роль ведущего менеджера эмиссии могут стать инвестиционные банки по объему данной работы, определяемые ежегодным рейтингом журнала Euromoney¹⁰.

Большинство крупнейших инвестиционных банков мира контролируются капиталом США. Ведущий менеджер (lead manager) приглашает к организации выпуска несколько соисполнителей работы для формирования так называемой управляющей группы (management group), куда обычно входят от 5 до 30 инвестиционных банков. Для больших выпусков могут привлекаться несколько ведущих менеджеров. Они готовят выпуск, устанавливают окончательные условия выпуска облигаций и определяют андеррайтеров и группу по продаже. Один из менеджеров назначается главным платежным и фискальным агентом. Основная доля выпуска выкупается непосредственно членами управляющей груп-

⁹ Моисеев С. Рынок евробумаг в круговороте событий // Рынок ценных бумаг 1998 №3 С 13

¹⁰ Battling to join the elite // Euromoney 1998 №1 P 68 — 70

**Ведущие инвестиционные банки мира
по организации подписки на ценные бумаги***

Место в рейтинге	Наименование	Всего привлечено капитала	Без-эмиссионное привлечение	Эмиссия евробондов	Эмиссия среднесрочных нот	Эмиссия еврокоммерческих бумаг	Эмиссия акций
1	Bec	400	75	125	30	20	150
2	Merrill Lynch	269,68	66,41	73,77	29,95	1,92	97,62
3	Goldman Sachs	219,04	31,25	37,87	13,38	2,31	134,23
4	Morgan Stanley Dean Witter	206,38	32,81	35,95	11,20	0,00	126,42
5	JP Morgan	201,12	75,00	88,84	20,58	1,15	15,54
6	SBC Warburg Dillon Read	185,92	50,00	55,91	4,33	20,00	55,68
7	Credit Suisse First Boston	171,69	39,84	43,51	4,50	1,54	82,30
8	Deutsche Morgan Grenfell	103,45	23,44	49,95	8,98	4,79	16,29
9	Union Bank of Switzerland	94,78	15,63	22,59	2,02	6,15	48,39
10	ABN Amro Hoare Govett	73,02	16,41	29,21	1,99	2,47	22,96
	Lehman Brothers	67,85	12,50	26,12	13,37	5,00	10,86

* По результатам проведенного опроса, итоги 1997 г

пы. Андеррайтеры приглашаются к участию в выпуске исходя из их экономического значения для тех или иных регионов. Их группа может включать от 30 до 300 ведущих международных банков и финансовых компаний. Совместно с группой управления андеррайтеры гарантируют окончательное размещение облигаций по установленной цене. Цена выпуска и условия размещения являются важнейшими показателями качества работы организаторов выпуска. При прочих равных условиях качество работы организаторов тем выше, чем выше цена размещения и чем больше гарантии размещения. Организаторы выпуска могут гарантированно скупить весь выпуск по фиксированной цене. Чем больше эта гарантированная часть, тем лучше при прочих равных условиях считаются условия размещения облигаций государства-заемщика. Размещение облигаций может осуществляться на условиях "наибольших усилий" (best efforts), когда организаторы лишь гарантируют эмитенту, что они сделают все возможное для размещения выпуска на наилучших условиях. Организаторы могут брать на себя обязательства по поддержанию цен на вторичном рынке, особенно в первые дни размещения выпуска (pegging), что весьма важно для эмитента, который периодически производит новые заимствования или рефинансирование старых долгов (debt refinancing). Организаторы эмиссии, андеррайтеры и группа по продаже образуют эмиссионный синди-

кат. Зачастую одна и та же компания может выполнять функции организатора, андеррайтера, платежного агента и агента по продаже облигаций новых выпусков для клиентов.

Организаторы эмиссии взимают плату с эмитента за услуги. По выпуску евробондов вознаграждение за организацию эмиссии составляет от 0,125 % до 1 % от суммы выпуска. По причине обострения конкуренции на рынке организации еврозаймов ставки комиссионного вознаграждения за организацию подписки за последние 5 лет упали в несколько раз (в 1993 г. они составляли 1,25 – 2,5 %) ¹¹.

В отличие от эмиссии облигаций в США, при выпуске евробондов андеррайтеры не обязаны поддерживать рыночный курс облигаций на уровне или выше курса первоначального предложения до даты роспуска эмиссионного синдиката. При размещении может иметь место значительная ценовая дискриминация клиентов, вследствие чего доходы членов группы продажи передаются некоторым фирмам-покупателям посредством продажи им облигаций по заниженным ценам ¹².

Эмиссии евробондов не предшествует регистрация выпуска каким-либо надзорным органом. Новый выпуск может быть размещен в течение трех недель. Первоначально ведущий менеджер проводит совещание с заемщиком по условиям выпуска (объем, срок обращения, фиксированные или переменные

¹¹ По данным газеты "Financial Times".

купонные ставки и т.п.). Условия имеют индикативный характер до официальной даты предложения. В течение этого периода ведущий менеджер собирает эмиссионный синдикат и готовит различные документы, один из которых получил наименование предварительного проспекта. В день объявления подписки (announcement day) менеджеры рассылают телексы с описанием выпуска, приглашая банки присоединиться к группе андеррайтеров или к группе по продаже. Максимум через две недели устанавливаются окончательные условия выпуска, и синдикат принимает на себя обязательства перед заемщиком. Печатается окончательный проспект, и облигации предлагаются клиентам, начиная со дня предложения (offering day). В конце периода публичного размещения, который длится две недели, подписка закрывается и облигации поставляются инвесторам в обмен на деньги, уплачиваемые заемщику. В дальнейшем публикуется объявление, извещающее о размещении, с перечнем банков, участвующих в организации выпуска. После закрытия подписки облигации могут публично продаваться, хотя реально существует так называемый серый рынок евробондов, на котором проводятся сделки по еще не размещенным выпускам.

Вторичный рынок евробондов – внебиржевой. Порядок заключения сделок и стандарты расчетов определяются Международ-

ной ассоциацией рынка ценных бумаг (ISMA), которая является саморегулирующейся организацией, объединяющей около 800 наиболее активных участников рынка еврооблигаций. Около трети участников – компании Великобритании и Швейцарии.

Эмиссия евробондов производится в бездокументированной форме, а расчеты по сделкам осуществляются через систему клиринговых банков Cedel и Euroclear, которые взимают плату как с эмитента (за постановку на обслуживание новых выпусков), так и с инвесторов (за проведение клиринга).

Рынок евробондов является наиболее быстрорастущим и перспективным для государств-заемщиков. Открывая доступ к международному рынку капитала, он одновременно предъявляет высокие требования к эмитентам. Выход на рынок еврооблигаций суверенного государства требует значительной подготовительной работы, тесного взаимодействия с инвестиционными институтами и потенциальными инвесторами, больших первоначальных затрат на организацию эмиссии и рекламную кампанию. Выпуск еврооблигаций суверенным государством служит началом заимствований муниципальных образований и субъектов хозяйствования на международном рынке, т.е. способствует более тесной экономической интеграции страны в мировое хозяйство.



¹²Solnik Bruno. International Investments. Third Edition. Addison-Wesley Publishing Company, Inc., USA, 1996. P. 305.