

МОСКОВСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ ИМЕНИ М.В. ЛОМОНОСОВА

На правах рукописи

МАЛАЯ ЕВГЕНИЯ СЕРГЕЕВНА

**СВЯЗАННЫЕ КРЕДИТНЫЕ НОТЫ КАК ИНСТРУМЕНТ
ПРИВЛЕЧЕНИЯ МЕЖДУНАРОДНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ
РОССИЙСКИМИ КОМПАНИЯМИ И БАНКАМИ**

Специальность 08.00.14 Мировая экономика

**диссертация на соискание ученой степени
кандидата экономических наук**

Научный руководитель: к.э.н., доцент Ляменков А.К.

Москва – 2014

СОДЕРЖАНИЕ

Введение.....	3
Глава 1. Связанные кредитные ноты в системе инструментов долгового международного финансирования.....	10
1.1 Базовые характеристики и назначение связанных кредитных нот.....	10
1.1.1 История возникновения и использования связанных кредитных нот на международных финансовых рынках.....	14
1.1.2 Связанные кредитные ноты в операциях секьюритизации активов.....	19
1.2 Содержание, масштабы и структура международного финансирования.....	26
1.2.1 Формы привлечения международного финансирования.....	31
1.2.2 История возникновения и развития мирового и евровалютного рынка ссудного капитала.....	41
1.3 Основные инструменты привлечения международного финансирования на евровалютном рынке ссудного капитала.....	50
1.3.1 Банковские синдицированные еврокредиты.....	50
1.3.2 Международные долговые ценные бумаги.....	55
1.3.2.1 Связанные кредитные ноты.....	63
1.4 Сравнительная характеристика связанных кредитных нот, банковских синдицированных еврокредитов и еврооблигаций как инструментов привлечения международных финансовых ресурсов.....	69
Выводы.....	76
Глава 2. Виды и использование связанных кредитных нот в современной мировой экономике.....	81
2.1 Классификация связанных кредитных нот.....	81
2.2 Выпуск связанных кредитных нот на международных финансовых рынках.....	100
2.3 Связанные кредитные ноты в деятельности Lehman Brothers Holdings Inc.....	105
2.4 Система организации торговли и расчетов по связанным кредитным нотам на евровалютном рынке ссудного капитала.....	119
Выводы.....	125
Глава 3. Российская специфика использования связанных кредитных нот в операциях привлечения международного финансирования.....	130
3.1 Основные тенденции рынка связанных кредитных нот, используемых российскими компаниями и банками для привлечения международного финансирования.....	130
3.2 Организация выпусков связанных кредитных нот российских заемщиков.....	142
3.3 Модель оценки справедливой стоимости связанных кредитных нот.....	150
3.4 Правовое регулирование связанных кредитных нот в Российской Федерации.....	159
Выводы.....	163
Заключение.....	168
Библиография.....	174
Приложения.....	183

Введение

В современной мировой экономике, на каких бы этапах социально-экономического развития не находились страны и регионы, вопрос привлечения финансовых ресурсов по-прежнему остается актуальным. Экономические субъекты, в частности банки и компании, финансируют собственную деятельность не только за счет внутренних источников и ресурсов национальных финансовых рынков, но и становятся активными участниками международного финансирования, основной сферой привлечения которого на сегодняшний день является евровалютный рынок ссудного капитала.

Национальные финансовые рынки не всегда могут предоставить благоприятные и в полной мере удовлетворительные условия заимствования в силу возможной ограниченности ресурсов и количества потенциальных участников подобных сделок, высоких транзакционных издержек, несовершенства системы законодательного регулирования. Сегодня осуществление операций по привлечению финансирования в международных масштабах способно предложить гораздо более широкий и ресурсоемкий спектр условий, контрагентов и финансовых инструментов.

В последнее время происходит все более активное участие экономических субъектов как развитых стран, так и стран с формирующимся рынком в качестве заемщиков, а также кредиторов на евровалютном рынке ссудного капитала. Продолжающиеся процессы интернационализации национальных финансовых рынков на сегодняшний день в полной мере способствуют расширению доступа к финансовым ресурсам евровалютного рынка, вследствие чего растет степень использования временно свободных средств данного рынка с целью развития национальных экономик различных стран.

Данным процессам также благоприятствует растущая тенденция секьюритизации кредитных отношений, а именно замещения традиционных форм привлечения необходимого финансирования посредством банковского кредита выпуском долговых ценных бумаг, что способствует росту масштабов взаимосвязи и взаимодействия институтов финансового сектора, инвесторов и корпоративных заемщиков на международных финансовых рынках.

Следует заметить, что под воздействием текущих процессов глобализации финансовых рынков их участники приобретают не только возможность расширить сферу собственной деятельности, круг стандартных функций и потенциальную клиентскую базу, но также и шансы освоения и использования финансовых инноваций, наиболее адаптированных к современным экономическим реалиям.

С учетом глобальных финансовых дисбалансов, экономических кризисов и растущей волатильности мировой экономики в целом структура и механизм функционирования новых финансовых инструментов становятся усложненными и многогранными, вследствие чего в равной степени возрастают как риски, так и потенциальная эффективность их использования. В течение последнего десятилетия в число таких финансовых новшеств для российской экономики вошли связанные кредитные ноты – CLN (credit linked notes), для которых одной из сфер применения является долговое международное финансирование экономических субъектов, в частности банков и компаний, на евровалютном рынке ссудного капитала.

В условиях благоприятной конъюнктуры мировой экономики и, тем более, в кризисных условиях не все российские компании и банки имеют легкий доступ к международным рынкам заимствований в силу того, что многие из них не обладают длительной кредитной историей, достаточным объемом размещений ценных бумаг, не обеспечивают необходимую полноту раскрытия информации, а также могут не иметь практики использования высоколиквидных производных финансовых инструментов. В такой ситуации именно выпуск связанных кредитных нот может стать для отечественных заемщиков первым шагом на пути к международным финансовым рынкам, в том числе и евровалютному рынку ссудного капитала, формированию кредитной истории, а также последующей организации выпусков долговых ценных бумаг с участием зарубежных и отечественных агентов по размещению, кредиторов и инвесторов.

Отечественные банки и компании, остро нуждающиеся в привлечении финансовых ресурсов, при участии в сделках с CLN могут обрести возможность привлекать ранее недоступные денежные средства, взаимодействуя с известными зарубежными контрагентами, получить ценный опыт структурирования долговых обязательств и управления кредитными, а также рыночными рисками. Кроме того, как национальные, так и иностранные инвесторы, доступ для которых к рынку деривативов был ранее закрыт по причине различных функциональных или же правовых ограничений, участвуя в сделках с CLN, также могут значительно расширить сферу своей деятельности.

Следует добавить, что в качестве участников сделок с использованием связанных кредитных нот на евровалютном рынке ссудного капитала, как правило, привлекаются высококвалифицированные, с высокими кредитными рейтингами и благоприятной репутацией контрагенты, сотрудничество с которыми для отечественных экономических субъектов будет способствовать изучению ими не только зарубежной практики в сфере привлечения необходимого финансирования, но и функционирования мирового рынка ссудного капитала в целом, а также обретению расширенных возможностей в рамках

собственной экономической деятельности, которые на сегодняшний день бывают доступны лишь ограниченному числу участников финансовых рынков.

Таким образом, изучение особенностей функционирования и специфики связанных кредитных нот как финансового инструмента мировых рынков, многообразия структурированных сделок с ними, а также практического опыта, сферы, масштабов и результатов их использования экономическими субъектами для привлечения международного финансирования, в том числе отечественными компаниями и банками, представляется в рамках данного диссертационного исследования актуальным и целесообразным.

Цель исследования – с учетом мировой практики привлечения долгового финансирования на международных финансовых рынках выявить и проанализировать роль, механизм функционирования связанных кредитных нот, а также специфику их использования российскими экономическими субъектами в системе международного кредитования и заимствования.

Реализация поставленной цели предполагает решение следующих **задач**:

1. охарактеризовать позиции связанных кредитных нот в контексте современных тенденций развития финансовых рынков и в системе основных инструментов привлечения долгового международного финансирования;
2. систематизировать существующие определения и классификации связанных кредитных нот;
3. выявить механизм функционирования и границы использования связанных кредитных нот в современной мировой экономике;
4. проанализировать тенденции использования связанных кредитных нот российскими компаниями и банками;
5. раскрыть отечественную специфику организации выпусков и правового регулирования связанных кредитных нот.

Объект и предмет исследования. Объектом исследования являются связанные кредитные ноты как инструмент современных финансовых рынков. Предметом исследования выступают характерные черты, особенности и тенденции привлечения международного долгового финансирования российскими компаниями и банками с использованием связанных кредитных нот.

Теоретическая и методологическая основа исследования. В основу диссертации легли научные труды отечественных и зарубежных ученых и специалистов в области мировой экономики, мирового и евравалютного рынка ссудного капитала,

секьюритизации кредитных отношений, привлечения финансовых ресурсов с международных финансовых рынков.

Автор опирался на теоретические и методологические подходы к оценке процесса глобализации, особенностей развития мировой экономики и интеграции финансовых рынков, разработанные учеными экономического факультета МГУ имени М.В. Ломоносова: Е.Ф. Авдокушиным, Е.А. Касаткиной, В.П. Клавдиенко, В.П. Колесовым, М.В. Кулаковым, М.Л. Лучко, А.К. Ляменковым, Е.К. Мазуровой, М.Н. Осьмовой, Г.Г. Чибриковым и другими преподавателями и научными сотрудниками факультета.

Теоретическую основу исследования составляют также труды зарубежных экономистов П. Али (Paul U. Ali), А.Н. Бомфима (Antulio N. Bomfim), С. Даса (Satyajit Das), Г.А. Дэвиса (Henry A. Davis), Ж.Ж.д.В. Роббе (Jan Job de Vries Robbe), Дж.М. Таваколи (Janet M. Tavakoli), Ф.Дж. Фабоцци (Frank J. Fabozzi), М. Чоудри (Moorad Choudhry). В их работах раскрываются суть и механизм современных процессов секьюритизации активов и кредитных отношений, рассматриваются различные варианты и схемы использования связанных кредитных нот экономическими субъектами на зарубежных финансовых рынках. Изучением разнообразных видов секьюритизации занимаются П. Али, С. Дас, Ж.Ж.д.В. Роббе, М. Чоудри, анализом финансовых структур с использованием связанных кредитных нот – А.Н. Бомфим, С. Дас, Г.А. Дэвис, Дж.М. Таваколи, Ф.Дж. Фабоцци, М. Чоудри.

Научно-практической базой при изучении основных принципов функционирования и инструментария мирового и евровалютного рынка ссудного капитала, а также процессов международного долгового финансирования послужили монографии и научные статьи авторитетных отечественных ученых-экономистов А.С. Булатова, Е.Ф. Жукова, Н.Н. Ливенцева, Б.Б. Рубцова, А. Саркисянца, Л.Н. Федякиной, И.З. Ярыгиной.

Источниками информации об использовании связанных кредитных нот российскими заемщиками в целях привлечения финансирования являются публикации Д. Афолина, М.Я. Букирь, Г. Васильева, Д. Гаевского, С. Кашина, С. Орловского, Н. Рыбакова, А. Школина.

В процессе работы над диссертацией автором использовались позитивный и нормативный подходы к экономическим знаниям, методы дедукции и индукции, изучение причинно-следственных связей, анализ и синтез, экспертные оценки. Количественный анализ проведен на основе экономико-статистических и математических методов.

Статистическая и фактологическая база исследования. В процессе исследования использовались законодательные и нормативные акты Российской Федерации, ЕС, США, а также рекомендации Базельского комитета по банковскому

надзору, Банка Международных Расчетов (БМР), Международного Валютного Фонда (МВФ), Международной финансовой корпорации (МФК).

Статистические данные получены из ежегодных докладов МВФ о мировой финансовой стабильности и перспективах развития мировой экономики, квартальных отчетов БМР, ежегодных отчетов депозитарно-клиринговой системы Euroclear, аналитических бюллетеней информационного агентства Bloomberg Finance L.P., базы данных официального сайта финансового информационного агентства «Сбондс.ру».

Широко использовались материалы Ассоциации российских банков, Ассоциации участников международного рынка капиталов (International Capital Market Association – ICMA), Международной ассоциации свопов и деривативов (International Swaps and Derivatives Association – ISDA), Управления по финансовому регулированию и надзору Великобритании (Financial Service Authority – FSA). Фактические данные по сделкам и другим аспектам международного финансирования получены из публикаций в российской деловой периодической печати, с сайтов новостных интернет-агентств, а также с сайтов отечественных экономических субъектов и зарубежных участников международных финансовых рынков.

Научная новизна диссертации представлена следующими положениями и выводами:

1. По итогам рассмотрения связанных кредитных нот в системе основных инструментов долгового международного финансирования выявлены их характерные черты и особенности использования в контексте современных тенденций развития мирового финансового рынка: многогранность трактовок данного инструмента – связанные кредитные ноты могут считаться долговой ценной бумагой, кредитным деривативом и синтетическим структурированным финансовым инструментом; наибольшее распространение в качестве инструмента секьюритизационных сделок, осуществляемых банками западноевропейских стран и США; выгодность выпуска связанных кредитных нот посредством схемы с участием компании специального назначения, реализация которой может способствовать снижению стоимости привлекаемых финансовых ресурсов; более доступные для заемщиков условия выхода на международные рынки капитала в сравнении с эмиссией еврооблигаций и организацией синдицированных еврокредитов благодаря небольшим срокам формирования эмиссии, низкому пороговому объему выпуска, невысоким суммарным затратам на сопровождение сделок и более лояльным требованиям к раскрытию информации.

2. На основе анализа существующих видов, структур и механизмов использования связанных кредитных нот выявлены критерии их классификации, включающие

функциональную и целевую направленность связанных кредитных нот, деривативные составляющие, финансовые параметры и количество контрагентов сделок; благодаря детализации схем использования связанных кредитных нот в деятельности Lehman Brothers Holdings Inc. раскрыта сложная финансовая природа данного инструмента, сопряженная со значительными рисками и способная вызывать серьезные убытки; уточнены схемы и обоснована целесообразность применения связанных кредитных нот в практике участников финансовых рынков, на основании этого доказано, что использование связанных кредитных нот может быть полезно не только для решения задач в области привлечения международного финансирования, но и при осуществлении политики гибкого управления рисками, активами и долговыми обязательствами отечественных экономических субъектов.

3. Благодаря анализу тенденций и динамики рынка связанных кредитных нот российских заемщиков в период с 2002 по 2010 гг. определены специфические особенности эмиссии указанных финансовых инструментов, осуществляемой в интересах отечественных экономических субъектов: лидерство России среди стран СНГ по объему выпусков данного финансового инструмента, основной валютой организации которых явился доллар (США); принадлежность максимальной доли успешных выпусков сектору банков и финансовых институтов, активно участвующих в операциях на международных финансовых рынках; концентрация наибольшего числа дефолтных эмиссий в секторах строительства, девелопмента и торговли главным образом в силу неэффективности функционирования многих предприятий данных отраслей; выгода использования связанных кредитных нот в кризисной экономике с учетом возможности осуществления сделок частного характера, ориентированных на узкий круг инвесторов, и низкой ликвидности рынка данного финансового инструмента.

4. Учитывая выявленные несовершенства функционирования рынка связанных кредитных нот российских заемщиков, проявляющиеся в отсутствии отечественного законодательного регулирования и сложности осуществления их справедливой рыночной оценки, предложены общие рекомендации по реформированию политики национального регулирования рынка связанных кредитных нот, касающиеся уточнения понятийного аппарата, перечня легитимных сделок с учетом прав и обязанностей их участников, схем эмиссий, норм и степени раскрытия информации; разработана математическая модель оценки справедливой стоимости данного финансового инструмента, которая позволила произвести расчет этого параметра эмиссий связанных кредитных нот российских заемщиков за период с 2002 по 2010 гг. с учетом как успешного, так и неблагоприятного исхода сделок.

Практическая значимость диссертации заключается в возможности использования ее основных положений и выводов органами государственного управления Российской Федерации и Банком России в области разработки концепций и оценки схем использования финансовых инноваций, регулирования трансграничных потоков капитала и формирования стратегии эффективного развития отечественного финансового рынка. Анализ механизма функционирования и потенциальных возможностей связанных кредитных нот может быть полезен российским компаниям и банкам, осуществляющим в рамках своей деятельности проекты привлечения финансирования и планирующим выход на международные финансовые рынки.

Материалы диссертации могут быть использованы при чтении курсов «Внешекономическая деятельность российских компаний на мировых рынках», «Международные валютно-кредитные и финансовые отношения», «Международные финансовые рынки», «Мировая экономика», «Внешняя задолженность России» в вузах экономического профиля.

Апробация работы. Работа прошла апробацию на кафедре мировой экономики экономического факультета МГУ имени М.В. Ломоносова.

Основные положения диссертации изложены автором в шести научных публикациях, в том числе в четырех статьях в журналах из перечня российских рецензируемых научных изданий, в которых должны быть опубликованы основные научные результаты диссертаций на соискание ученых степеней доктора и кандидата наук.

Структура работы определяется целью и задачами исследования. Работа состоит из введения, трех глав, заключения, библиографического списка, включающего 186 источников на русском и английском языках, и семи приложений. В диссертации содержится 40 таблиц и 41 рисунок.

Глава 1. Связанные кредитные ноты в системе инструментов долгового международного финансирования.

1.1 Базовые характеристики и назначение связанных кредитных нот.

В условиях глобализации современной мировой экономики не снижается актуальность проблемы привлечения кредитных ресурсов с целью финансирования собственной деятельности экономических субъектов. Участники национальных финансовых рынков, в частности банки и компании, стремятся не только эффективно использовать отечественные источники финансирования, но и занять определенную нишу в рамках кредитных отношений на международных финансовых рынках.

На сегодняшний день международное финансирование способно обеспечить перспективы развития деятельности экономических субъектов, выходящие за рамки возможностей и условий, формирующихся на национальных финансовых рынках. Подобные перспективы могут включать в себя не только доступ к необходимому объему ресурсов, так часто являющемуся недостаточным и ограниченным на внутренних рынках капитала, но и возможность функционирования в более благоприятных условиях кредитования и заимствования, свободного рыночного формирования стоимости финансовых услуг, контроля и регулирования рынка известными международными организациями.

Изучение практики осуществления международных финансовых операций не только позволяет национальным экономическим субъектам расширить привычный диапазон финансовой деятельности, используемых инструментов и контрагентов, но и предоставляет возможность освоения финансовых инноваций, способных наилучшим образом учитывать колебания современной экономической конъюнктуры.

Связанные кредитные ноты или CLN (credit linked notes) являются относительно новым финансовым инструментом долгового финансирования, завоевавшим за последнее десятилетие популярность среди участников финансовых рынков в мировой экономике. На сегодняшний день экономические субъекты, в том числе банки и компании, активно используют связанные кредитные ноты в схемах привлечения финансирования на международных рынках капитала, а также при осуществлении политики по управлению кредитным и рыночным рисками и структурированию собственных долговых обязательств.

Согласно наиболее распространенному определению CLN представляют собой финансовый инструмент, ценную бумагу, эмитируемую при заключении банком (компанией) с инвесторами договора об участии в кредитном риске, выплаты по которой зависят от конкретного кредитного события по долговым обязательствам заемщика.

Международная ассоциация свопов и деривативов (International Swaps and Derivatives Association - ISDA) включает в понятие «кредитное событие» случаи банкротства, невыполнения или несвоевременного выполнения обязательств, дефолта, реструктуризации обязательств и моратория.¹ При этом банк (компания), кредитуя заемщика, получает возможность передать третьим лицам - инвесторам - право на долю в ссуде, а также риск полного или частичного невыполнения кредитных обязательств заемщиком путем продажи им связанных кредитных нот, которые впоследствии могут торговаться на рынке капитала. Подобный договор участия в кредитном риске предусматривает размер денежных обязательств банка (компании) перед его участниками не выше суммы размера выплат, которые производятся по кредитному договору заемщиком. Выполнение данных обязательств может быть обеспечено договором залога права требования банка (компании) по кредитному договору, действительного с момента возникновения у эмитента CLN прав на получение выплат от заемщика, но не позже возникновения у первого инвестора прав на данные ценные бумаги.

В течение всего срока действия связанных кредитных нот банк (компания) - эмитент обязуется выплачивать инвесторам регулярный купонный доход по CLN, периоды выплат которого устанавливаются на договорной основе между контрагентами сделки. В данном случае купонный доход будет зависеть от кредитного качества эмитента CLN, а также заемщика и его долговых обязательств, лежащих в основе сделки. Покупка связанных кредитных нот предоставляет инвесторам возможность владеть долговыми обязательствами заемщика опосредованно или же искусственно, не осуществляя их фактического приобретения. При этом купонный доход будет выше, чем в случае, когда инвестор приобретал бы долговые обязательства заемщика напрямую, так как представляет собой своеобразную компенсацию инвесторам их участия в кредитном риске заемщика. Если эмитент не сможет выполнить свои обязательства по договору, право требования эмитента CLN может быть реализовано согласно письменному требованию любого владельца данных ценных бумаг. Заемщик является конечным ответственным лицом за погашение кредита, а также за выполнение обязательств по погашению CLN. Если кредитное событие не происходит до наступления срока погашения кредита, то погашение CLN осуществляется по номиналу с учетом выплаты купонного дохода. При наступлении кредитного события выплата купонного дохода прекращается, погашение CLN будет осуществлено досрочно по номиналу за вычетом разницы между номиналом

¹ Credit Derivatives Definitions // International Swaps and Derivatives Association Inc. New York, 2003. – P. 30 – 31.

кредитной ноты и стоимостью долговых обязательств после наступления кредитного события, представляющей собой величину компенсации.

Тем не менее следует заметить, что на сегодняшний день трактовка связанных кредитных нот достаточно разнообразна и разнопланова. Существующие в современной мировой экономике определения связанных кредитных нот позволяют выделить три основных подхода к трактовке CLN, в основе которых лежит критерий структурных элементов данного финансового инструмента.

В рамках первого подхода связанные кредитные ноты понимаются как традиционные долговые ценные бумаги, обладающие номиналом и потоком платежей в виде купонного дохода, выплаты по которым зависят от определенного кредитного события в отношении долговых обязательств одной или нескольких компаний. Долговые обязательства компаний, на основе которых формируются CLN, а также непосредственно сами компании, называются связанными. Выпускаются ноты с возможностью их покупки-продажи на открытом рынке.

Согласно второму подходу связанные кредитные ноты считаются «обеспеченным» кредитным деривативом - финансовым инструментом с процентным доходом и встроенным деривативным контрактом, как правило, в виде кредитного дефолтного свопа (credit default swap – CDS). Выпускаются главным образом в целях управления и торговли кредитным риском. Предполагают возможность передачи эмитентом – полностью или частично – кредитного риска инвесторам. Инвесторы, приобретая CLN, предоставляют эмитенту кредитную защиту - «обеспечивают» или финансируют кредитный риск по долговым обязательствам связанных компаний в обмен на повышенный купонный доход.

Третий подход в определении CLN, которого придерживается и автор диссертационного исследования, предполагает объединение содержания предыдущих двух подходов и предлагает трактовать связанные кредитные ноты как гибрид долговых обязательств и производных финансовых инструментов - синтетический структурированный продукт рынка капитала. Обычно под структурированными финансовыми инструментами понимаются ноты, облигации или депозиты со встроенным деривативным функционалом, которые используются для обеспечения инвесторам более высокой доходности в сравнении с традиционными инструментами финансового рынка. Инвесторы, принимая на себя кредитный риск при покупке CLN, опосредованно становятся владельцами требований к связанным компаниям – приобретают их долговые обязательства не напрямую, а синтетически. Структура сделки может предполагать наличие не только кредитного дефолтного свопа, но и свопа на совокупный доход, опциона или форварда на кредитный спрэд, а также процесса переупаковки -

формирования CLN с более привлекательными и доступными инвестиционными параметрами на основе долговых обязательств связанных компаний, существующих в форме ценных бумаг.

Если обратиться к зарубежным источникам, то, в частности, существовавшее до недавней реорганизации британское Управление по финансовому регулированию и надзору The Financial Service Authority (далее - FSA) (с 1 апреля 2013 года представляет собой три регулирующих органа - Управление по контролю за деятельностью финансовых организаций Financial Conduct Authority (FCA), Орган пруденциального надзора Prudential Regulatory Authority (PRA), а также Комитет по финансовой политике Financial Policy Committee (FPC)), которое являлось одним из самых известных и авторитетных регуляторов на финансовом рынке Великобритании, определяет связанные кредитные ноты следующим образом: CLN - ценная бумага, содержащая встроенный кредитный дериватив на долговой инструмент с фиксированным доходом.²

Международная ассоциация свопов и деривативов определяет связанные кредитные ноты как комбинацию облигации и кредитного дериватива, выплата основной суммы долга по которой зависит от долговых обязательств третьей стороны или кредитного события. При этом CLN относятся к группе гибридных структурированных финансовых инструментов, основным предназначением которых является предоставление доступа инвесторам к рискам, характерным для деривативов.³

Согласно исследованиям Международного валютного фонда связанные кредитные ноты схожи с дефолтными свопами и активно используются инвесторами, «торгующими» защитой от кредитного риска, а также риска дефолта по кредитам и долговым обязательствам на международных финансовых рынках.⁴

Исходя из определения, представленного американским Агентством по оценке стоимости ценных бумаг Securities Valuation Office (SVO), CLN являются балансовым активом из семейства кредитных деривативов, при помощи которых у эмитента связанных кредитных нот появляется возможность передать связанные с ними «балансовые»

² Cross-sector risk transfers // The Financial Services Authority. – May, 2002. – P. 11. Интернет-сайт Управления финансовых услуг Великобритании FSA. Систем. требования: Foxit Reader. URL: <http://www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/dp11.pdf> (дата обращения: 10.09.2011 г.).

³ Recommendation letter / International Swaps and Derivatives Association, Inc. – March, 2004. – P. 1 – 2. Интернет-сайт Международной ассоциации свопов и деривативов ISDA. Систем. требования: Foxit Reader. URL: <http://www.isda.org/speeches/pdf/ISDAs-comment-letter-FASB031204.pdf> (дата обращения: 15.04.2012 г.).

⁴ Ranciere R.G. Credit Derivatives in Emerging Markets. International Capital Markets // IMF Policy Discussion Paper. International Monetary Fund. – September, 2001. – P.6.

кредитные риски по осуществляемой кредитной сделке третьей стороне, в то время как права собственности на данный актив сохраняются.⁵

Мнения российских специалистов и экспертов по поводу определений связанных кредитных нот, в общем и целом, аналогичны иностранным дефинициям. CLN в основном считаются одним из видов кредитных деривативов, который структурирован в виде займа и включает в себя определенный вид свопа, при помощи которого у эмитента связанных кредитных нот появляется возможность передачи кредитных рисков третьей стороне - инвесторам. Однако в силу российской специфики применения CLN отечественными компаниями и банками, связанные кредитные ноты понимаются, в том числе, и как инструмент привлечения финансирования на международных рынках капитала. Так, например, по словам Г. Васильева, директора департамента прямых инвестиций UFS Investment Company, CLN являются одной из форм привлечения денежных ресурсов на открытом рынке, а также условным обязательством эмитента, выплаты по которому производятся в зависимости от степени исполнения обязательств заемщиком, которому был выдан кредит.⁶ Согласно словарю экономических и финансовых терминов, предложенному порталом Ассоциации российских банков, связанная кредитная нота представляет собой долговую ценную бумагу, содержащую в себе дополнительное условие, которое способно изменять профиль кредитного риска.⁷ Исходя из определения, размещенного на интернет-сайте делового журнала «Банковское обозрение», связанные кредитные ноты понимаются как финансовый инструмент, при помощи которого осуществляются заимствования на международных финансовых рынках.⁸

1.1.1 История возникновения и использования связанных кредитных нот на международных финансовых рынках.

Появление связанных кредитных нот обязано формированию и развитию не только мирового, евровалютного рынка ссудного капитала и, впоследствии, долговых ценных бумаг, но и возникновению рынка деривативов. Следует заметить, что в практике экономических субъектов западных стран CLN впервые применялись в качестве

⁵ Hall-Barber S. Introduction to credit linked notes // National Association of Insurance Commissioners. Securities Valuation Office Research. Vol. 1, Issue 4. – May 21, 2001. – P. 2.

⁶ Васильев Г. Привлечение капитала с помощью CLN (Credit linked notes) // Рынок ценных бумаг. – 2010. – №5. Интернет-сайт журнала «Рынок ценных бумаг». URL: <http://www.rcb.ru/rcb/2010-05/48121/> (дата обращения: 03.02.2012 г.). Режим доступа: закрытый.

⁷ Словарь экономических и финансовых терминов // Интернет-сайт Ассоциации российских банков. URL: <http://old.arb.ru/site/services/dictionary/index.php?searchaction=2&mode=2> (дата обращения: 15.01.2012 г.).

⁸ Тимошенко А. Кредитные ноты регионального банка разошлись в Лондоне на ура: спрос кредиторов превысил предложение в 6 раз // Банковское обозрение. – 2007. – №6. Интернет-сайт делового журнала «Банковское обозрение». URL: <http://www.bosfera.ru/bo/2007/06/kreditnye-noty-regionalnogo-banka-razoshlis-v-londone-na-ura> (дата обращения: 15.01.2012 г.).

инструмента управления кредитными рисками. На сегодняшний день операции по минимизации и нейтрализации кредитных рисков, представляющие собой защиту от всевозможных видов неплатежеспособности заемщиков, являются широко распространенными в финансовой деятельности банков, а также корпоративного сектора.

Первоначально существовало гораздо меньшее количество способов минимизации кредитного риска в сравнении, к примеру, с инструментами нейтрализации финансовых последствий изменений валютных курсов и процентных ставок. В числе таких способов были резервные аккредитивы либо банковские гарантии, возникшие на финансовых рынках в конце XIX – начале XX вв., которые подразумевали заключение соглашения с банком-контрагентом на осуществление им платежей по долговым обязательствам того или иного эмитента в случае неплатежеспособности последнего. Подобное соглашение было неотделимым от долговых обязательств, лежащих в основе сделки, и не могло быть предметом торговли или обращения на финансовом рынке.

В 70-х гг. XX в. в качестве страхования кредитных рисков начали заключаться договоры страхования долговых обязательств между эмитентами и страховыми компаниями, согласно которым эмитент осуществлял регулярные страховые выплаты в пользу компании-страховщика в обмен на ее гарантию проведения платежей по лежащим в основе договора долговых обязательствам при наступлении страхового случая, также предусмотренного договором.

Позднее, в 80-х гг. XX в. наряду с прогрессирующим развитием мирового рынка ссудного капитала в сфере управления кредитными рисками нашли свое использование и инструменты финансовых рынков. Так, при использовании в финансовых сделках облигаций на основе плавающей процентной ставки и встроенного в их структуру определенного вида опциона (пут или колл) в случае наступления того или иного кредитного события появлялась возможность частичной компенсации потерь. В частности, при опционе пут инвесторы имели право на досрочное погашение долговой ценной бумаги эмитентом, тогда как при опционе колл подобным правом пользовался эмитент и погашал долговые обязательства по заранее договорной цене.

Наконец, среди инструментов управления кредитными рисками были известны и так называемые спрэдки (в настоящее время используемые на финансовых рынках в форме опционов и форвардов), которые предоставляли возможность минимизации рисков негативного изменения кредитных спрэдов и представляли собой гарантию возможности вступления в процентный своп в случае формирования определенного спрэда в доходности долгового обязательства по отношению к доходности государственных облигаций.

Подобные инструменты были достаточно дорогостоящими. Кроме того, в 90-е гг. XX в. рынок инструментов по управлению кредитными рисками был децентрализованным и сформировался лишь частями в практике экономических субъектов, представляющих отдельные сферы хозяйственной деятельности, в частности, операции с финансовыми инструментами, страхование и т.д. На тот момент времени развитие рынков капитала происходило достаточно динамично, в условиях усиливающейся рыночной конкуренции, финансового кризиса в ряде развитых стран в начале 1990-х гг. и, как следствие, растущего числа банкротств среди компаний и банков. Все это требовало создания более прогрессивных и эффективных способов минимизации кредитных рисков, в особенности, страновых. В связи с чем в 1992 г. Международной ассоциацией свопов и деривативов было предложено рассматривать инструменты управления кредитными рисками как отдельный сегмент рынка финансовых операций, что послужило последующему возникновению и формированию более современных способов минимизации и нейтрализации кредитных рисков и финансовых инновации в данной области, в частности, балансовых структурированных финансовых инструментов, ярким представителем которых являются связанные кредитные ноты (см. приложение 1, рисунок 1).

Использование кредитных деривативов в финансовых сделках способствовало не только активному развитию рынка данных финансовых инструментов, но и повышению эффективности управления рисками, что подразумевало перераспределение рисков без передачи права собственности на лежащие в основе финансовых сделок долговые обязательства, а также возможность отделения кредитных рисков от активов и торговли ими независимо друг от друга. Таким образом, стали возможным формирование рыночного спроса и предложения на кредитный риск на вторичном рынке кредитов и, как следствие, рост ликвидности данного рынка, а также количества сделок секьюритизации активов. Покупателями кредитного риска чаще всего являлись институциональные инвесторы в лице различных страховых компаний, хедж-фондов и других организаций, способных на более эффективное управление кредитным риском. В части балансовых структурированных финансовых инструментов кредитные деривативы были предназначены для инвесторов, которые не обладали возможностями выхода на рынок обычных производных финансовых инструментов, но искали способ перераспределения кредитных рисков с целью улучшения пропорции риска и доходности, а также повышения доходности собственных финансовых операций в целом.

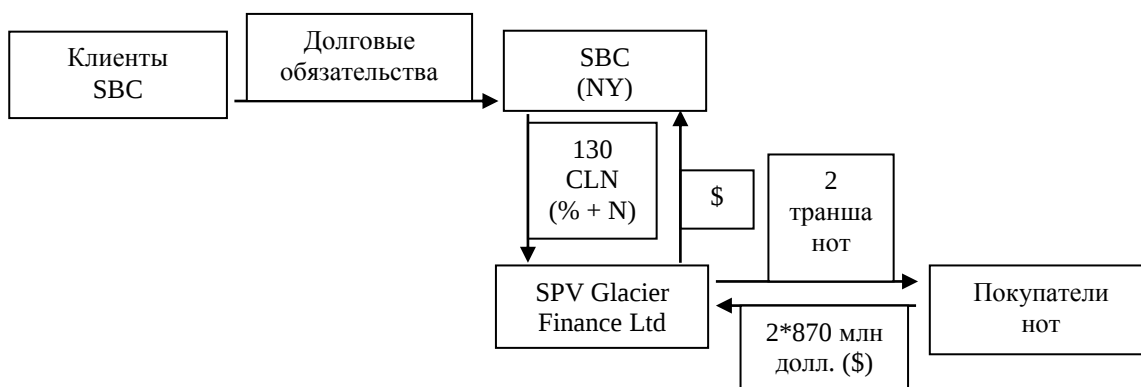
Существует мнение, что впервые на рынке кредитных деривативов связанные кредитные ноты появились в 1992-1993 гг., когда участники финансовых рынков, в

особенности банки, начали осуществлять выпуски CLN, стоимость погашения которых зависела от кредитных событий определенной компании. В некоторых случаях такие ноты были связаны с несколькими компаниями. Приобретая связанные кредитные ноты, инвесторы могли получать значительную доходность или спрэд выше LIBOR, однако если по одной из связанных компаний происходил дефолт, инвесторы получали только купонные платежи до момента дефолта и несли убытки по своим первоначальным инвестициям. Таким образом, посредством продажи CLN инвесторам могла осуществляться передача рисков эмитента связанных кредитных нот по долговым обязательствам так называемых связанных компаний.

Со временем выпуском CLN стали заниматься компании специального назначения (SPV-компании – special purpose vehicles), которые не только осуществляли выпуск связанных кредитных нот, но и комбинировали их с определенным видом кредитных деривативов.

По мере развития рынка связанных кредитных нот все больше компаний и банков стали использовать данный инструмент в собственной деятельности на финансовых рынках. Так, в сентябре 1997 г. Швейцарским банком SBC Warburg и SPV-компанией Glacier Finance Ltd, расположенной на Каймановых островах, был организован выпуск нот с плавающей ставкой на сумму порядка 1,74 млрд долл. (США).⁹ SPV-компания Glacier осуществила выпуск нот в 2 транша, сумма каждого из которых составила 870 млн долл. (США).¹⁰ Денежные средства, полученные SPV-компанией от продажи нот, были использованы для покупки около 130 CLN, выпущенных нью-йоркским филиалом банка SBC (рисунок 1).

Рисунок 1.



Источник: составлено автором.

⁹ Scott-Quinn B., Walmsley J.K. CFA. The impact of credit derivatives on securities markets // International Securities Market Association (ISMA). Druckerei Feldegg, Zurich, Switzerland, 1998. – P. 20. Интернет-сайт «ICMA Centre». Систем. требования: Foxit Reader. URL: <http://www.icmacentre.ac.uk/pdf/creditderivs.pdf> (дата обращения: 15.04.2013 г.).

¹⁰ Das S. Credit derivatives and credit linked notes (Second Edition). John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd, 2000. P. 146.

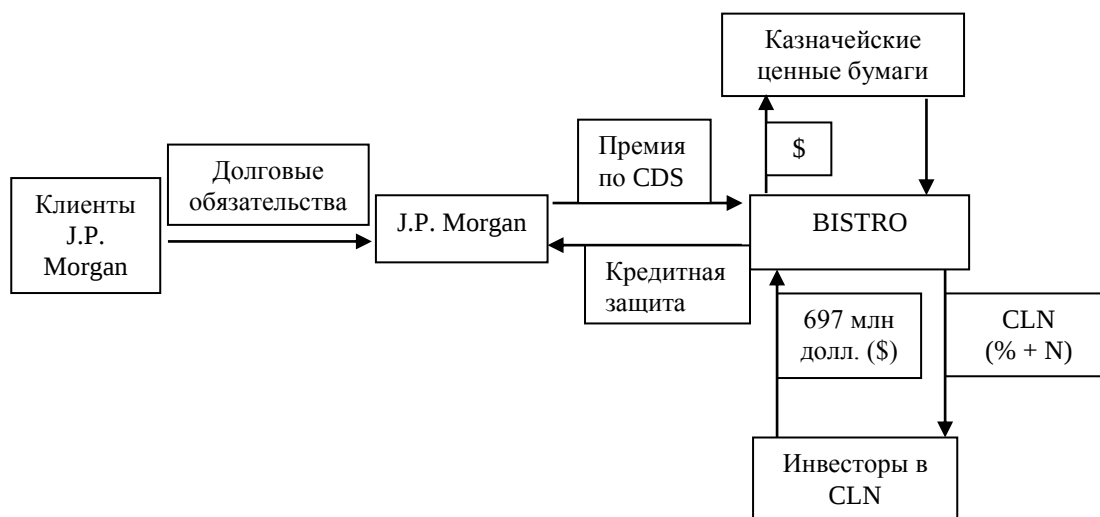
CLN были привязаны к кредитному риску корпоративных клиентов банка и являлись обеспечением для нот, выпущенных SPV-компанией. При этом обладатели нот получали процентные платежи и основную сумму долга исходя из стоимости долговых обязательств, лежащих в основе CLN – корпоративных займов.

Фактически корпоративные займы продолжали оставаться на балансе банка SBC, однако связанные с ними кредитные риски были переданы SPV-компании путем продажи ей CLN. Основной целью использования в сделке связанных кредитных нот являлся эффективный риск-менеджмент, а именно передача кредитного риска по портфелю долговых обязательств банка без фактического трансферта того или иного кредита или контракта с баланса банка, а также снижение капитала, резервируемого на случай обслуживания того или иного корпоративного кредита.

Следует заметить, что вскоре после успешного завершения данной сделки компания Credit Suisse организовала схожую по структуре сделку под кодовым названием «Triangle».

В декабре 1997 г. J.P. Morgan и SPV-компанией BISTRO была осуществлена еще одна успешная сделка с использованием связанных кредитных нот на сумму около 700 млн долл. (США).¹¹ BISTRO осуществила выпуск связанных кредитных нот в два транша на сумму 697 млн долл. (США) с целью финансирования покупки государственных казначейских ценных бумаг, которые, в свою очередь, использовались в качестве обеспечения контракта в виде кредитного дефолтного свопа, заключенного между BISTRO и J.P. Morgan (рисунок 2).

Рисунок 2.



Источник: составлено автором.

¹¹ Das S. Credit derivatives and credit linked notes (Second Edition). P. 150.

Другой целью данной сделки являлся эффективный риск-менеджмент, а именно передача кредитного риска по банковским долговым обязательствам посредством кредитного дефолтного свопа без перевода активов с баланса банка. Согласно условиям кредитного дефолтного свопа J.P. Morgan приобретал у BISTRO защиту по кредитным рискам собственных клиентов на сумму в 9,72 млрд долл. (США). При этом своп был привязан к портфелю коммерческих кредитов, корпоративных и муниципальных облигаций, а также включал риски контрагентов по деривативным контрактам.¹²

В обмен на премию, уплаченную по свопу банком в пользу BISTRO, SPV-компания принимала риск дефолта долговых обязательств клиентов J.P. Morgan. Купонные выплаты, осуществляемые BISTRO в пользу владельцев CLN, были успешно обеспечены при помощи купонного дохода казначейских облигаций, а также премии, полученной по кредитному дефолтному свопу.

Помимо успешного использования связанных кредитных нот различными зарубежными компаниями и банками в истории рынка CLN содержатся примеры неудачной организации сделок с использованием данного финансового инструмента. Так, значительный резонанс в развитие рынка связанных кредитных нот внесли структурированные сделки CLN, осуществленные Lehman Brothers Holdings Inc., которые имели достаточно серьезные негативные финансовые последствия.

1.1.2 Связанные кредитные ноты в операциях секьюритизации активов.

На сегодняшний день связанные кредитные ноты используются участниками финансовых рынков, в том числе и российскими экономическими субъектами, в операциях секьюритизации активов, под которой понимается переоформление неликвидных долговых обязательств экономических субъектов, к примеру, банковских кредитов и корпоративных займов, в некоторое число траншей долговых ценных бумаг, размещаемых впоследствии среди инвесторов. При этом CLN в общем виде могут представлять собой все ту же неизменную комбинацию долговой ценной бумаги и кредитного дериватива. Одной из целей использования связанных кредитных нот в операциях секьюритизации активов является реструктуризация и диверсификация кредитных рисков, причем структура сделки при этом может содержать целый портфель кредитных рисков нескольких контрагентов. Кроме того, связанные кредитные ноты могут выпускаться в рамках секьюритизационных операций с целью рефинансирования и привлечения необходимых ресурсов на мировых финансовых рынках.

¹² Scott-Quinn B., Walmsley J.K. CFA. The impact of credit derivatives on securities markets. P. 20. Интернет-сайт «ICMA Centre». Систем. требования: Foxit Reader. URL: <http://www.icmacentre.ac.uk/pdf/creditderivs.pdf> (дата обращения: 15.04.2013 г.).

Если говорить подробнее о секьюритизации активов, то применение ее различных механизмов на практике изначально требовало необходимых финансовых инноваций, при помощи которых цели и задачи секьюритизации могли бы реализовываться наилучшим образом. Одной из таких инноваций и явились связанные кредитные ноты. Интересно заметить, что согласно наблюдениям автора на зарубежных финансовых рынках связанные кредитные ноты являются элементом именно синтетической секьюритизации, которая в развитых экономиках используется большей частью в целях управления кредитными рисками, нежели привлечения дешевого финансирования компаниями и банками. По мнению одного из известных западных юристов и экономистов-практиков в области секьюритизации и кредитных нот Поля Али, изначально основной задачей синтетической секьюритизации являлось высвобождение рискованного капитала.¹³ Согласно точке зрения Ю. Туктарова, магистра частного права, партнера Юридической фирмы «Legal Capital Partners», привлечение более дешевых денежных ресурсов является главной функцией именно традиционной секьюритизации, в то время как призвание синтетической секьюритизации – хеджирование кредитных рисков. Тем не менее, как показывает практика, многие компании и банки приспособились применять связанные кредитные ноты в том числе и в качестве инструмента привлечения финансирования на международных рынках капитала.

Непосредственное появление тенденции к секьюритизации активов, являющейся одним из способов рефинансирования и привлечения финансирования на международных рынках капитала, а также эффективным инструментом управления рисками для банков, компаний и других экономических субъектов, было обязано целому ряду событий. Если кратко охарактеризовать основные из них, то можно начать с того, что в ходе экономического развития в мире были сформированы две модели финансовых рынков, согласно которым стали функционировать экономики отдельных стран: континентальная и англосаксонская. Континентальная или же европейская модель характеризовалась высокой долей банковского посредничества в отношении размещения сбережений и привлечения инвестиций, кредитов и займов. Англосаксонская или же американская модель отдавала предпочтение фондовому рынку, благодаря чему начался бурный рост локальных, а затем и глобального рынков ссудного капитала, в частности рынка ценных бумаг. Существует мнение, что экономики, функционирующей на базе одной модели, не существует. На практике встречается лишь дуализм, в котором, однако, можно выделить преобладающие элементы одной или другой модели.

¹³ Ali P.U. Credit Derivatives and Synthetic Securitizations: Innovation and Fragility // Banking & Finance Law Review. – (20) 2005. – P. 297.

Со временем континентальная модель финансовых рынков начала сталкиваться с определенными трудностями. К примеру, формирование новых принципов регулирования в рамках Базельского Соглашения принудило банки к увеличению собственного капитала, в результате чего осложнилась ситуация с привлечением ресурсов в экономику, рефинансированием, и спрос инвесторов на финансовые ресурсы начал смещаться в сторону фондовых рынков. В частности, согласно Базельским правилам достаточности капитала, принятым в 1988 году, банки должны были иметь минимум 8% собственного капитала на случай возникновения кредитных и рыночных рисков и компенсации потенциальных потерь.¹⁴ (В настоящее время к минимальным требованиям в 8% по совокупному коэффициенту достаточности капитала согласно правилам Базеля III добавлен буфер консервации капитала в 2,5%, предназначенный для компенсации убытков во время финансовых и экономических потрясений.)¹⁵ Как следствие, банки вынуждены были приспосабливаться к новым экономическим условиям и развивать собственные возможности по управлению рисками и капиталом.

В рамках англосаксонской модели существовали свои сложности. Не всем категориям экономических субъектов было доступно привлечение финансирования на фондовых рынках в связи с множественными ограничениями. В частности, к ним имели доступ в основном компании, обладающие высокими кредитными рейтингами. Те же, кто не попадал под данное условие, вынуждены были довольствоваться чрезмерно высокой стоимостью привлечения необходимых им финансовых ресурсов. Помимо высоких процентных ставок компаниям приходилось нести значительные расходы, связанные с выплатой комиссий финансовым посредникам, получением рейтинга, профессиональных оценок и т.д., в общем, те расходы, которые можно было бы отнести к издержкам выхода на рынки капитала.

Вследствие вышеуказанных событий стала необходимой разработка такой модели финансирования и рефинансирования, которая могла бы сочетать в себе плюсы существующих ранее, но явилась бы более адаптированной к новым рыночным условиям. Согласно распространенной точке зрения такой моделью являлась секьюритизация активов. К примеру, по мнению немецкого независимого банковского консультанта Мартина Хюфнера, ранее ведущего экономиста Deutsche Bank и HypoVereinsbank, от

¹⁴ International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards // Basel Committee in Banking Supervision. Bank for International Settlements. – June, 2004. – P. 2. Интернет-сайт Банка международных расчетов Bank for International Settlements. Систем. требования: Foxit Reader. URL: <http://www.bis.org/publ/bcbs107.pdf> (дата обращения: 15.03.2011 г.).

¹⁵ The New Global Minimum Capital Standards Under Basel III // Morrison & Foerster. – September, 2010. – P. 1. Интернет-сайт международной юридической компании «Morrison & Foerster». Систем. требования: Foxit Reader. URL: <http://www.mofo.com/files/Uploads/Images/100915-Basel-III.pdf> (дата обращения: 17.09.2012 г.).

континентальной модели секьюритизация унаследовала роль банков в качестве кредитных посредников, которые с помощью определенных инструментов анализа рисков получают возможность более индивидуального подхода в работе с клиентами.¹⁶ Англосаксонская модель передала секьюритизации способ финансирования путем выпуска долговых ценных бумаг на рынки капитала, которые впоследствии приобретаются частными и институциональными инвесторами.

По сути, в общем смысле слова секьюритизация активов представляет собой инструмент привлечения финансовых ресурсов, при помощи которого экономические субъекты группируют собственные активы по схожим признакам и осуществляют на их основе эмиссию долговых ценных бумаг, выплаты по которым будут производиться поступлениями по упомянутым активам. Если обратиться к зарубежным источникам определения секьюритизации активов, то, к примеру, согласно мнению Стивена Л. Шварца, профессора юриспруденции, а также члена правления Центра глобального рынка капиталов, при секьюритизации происходит «отделение» определенного пула высоко ликвидных активов от рисков, которые присущи тому или иному экономическому субъекту. Впоследствии с использованием данных активов с рынков капитала могут быть привлечены ресурсы по гораздо меньшей стоимости, чем если бы экономические субъекты при наличии собственных рисков привлекали финансирование напрямую.¹⁷

Департамент Глобальных финансовых рынков Международной финансовой корпорации определяет секьюритизацию как «финансирование или рефинансирование каких-либо активов компании, генерирующих доход, например, прав требования, возникающих в ходе обычного ведения бизнеса, путем «преобразования» таких активов в торгуемую, ликвидную форму через выпуск облигаций или иных ценных бумаг».¹⁸ Таким образом, можно сделать вывод о том, что секьюритизация способствует реструктуризации кредитных требований банков, а также активов компаний в ценные бумаги, в результате чего привлеченные финансовые ресурсы приобретают гибкость и могут быть трансформированы в инвестиции.

На сегодняшний день одними из основных видов секьюритизации активов являются традиционная секьюритизация и синтетическая секьюритизация.

¹⁶ Хюфнер М. Рынок секьюритизации в Европе: новое распределение ролей / Пер. с нем. Г. Засеевой. // Корпоративный юрист. – 2006. – №7. – С. 17.

¹⁷ Schwarcz S.L. The Universal Language of International Securitization // Duke Journal of Comparative & International Law. – 2002. – Vol. 12:285. – p. 285.

¹⁸ Секьюритизация в России. Пути развития рынка и снижения стоимости заимствований // Доклад рабочей группы Международной финансовой корпорации. – Департамент Глобальных финансовых рынков, 2005. С. 2.

В рамках традиционной секьюритизации, которая считается классической, происходит полная продажа требований экономического субъекта специально созданному юридическому лицу (SPV – special purpose vehicle). Данная SPV - компания впоследствии будет являться эмитентом долговых ценных бумаг, платежи по которым будут обеспечиваться денежными потоками, сгенерированными переданными требованиями. Именно классическая секьюритизация является наиболее распространенной в зарубежной практике. Тем не менее ее использование несет с собой определенные трудности. В частности, сделки традиционной секьюритизации могут быть достаточно дорогостоящими. В некоторых случаях инициаторы подобных сделок обязаны обладать высокой репутацией, а также значительным объемом однородных активов. Кроме того, при продаже активов экономического субъекта третьему лицу часто возникают спорные вопросы, связанные с юридическим сопровождением сделки, бухгалтерским учетом, налогообложением, передачей прав на требования по договору с контрагентом и т.д. В законодательстве ряда стран не содержатся положения о возможностях передачи определенных требований, или же передача требований возможна лишь при формальном уведомлении должника, вследствие чего может быть снижена эффективность сделок традиционной секьюритизации. Подобные проблемы объясняют существование синтетической секьюритизации, которая с успехом конкурирует с традиционной на мировом рынке капитала.

Синтетическая секьюритизация начала свое активное развитие с середины 90-х годов XX века, чему весьма способствовал рост рынка кредитных деривативов. Согласно определению Базельского комитета синтетическая секьюритизация представляет собой структурированные сделки с использованием кредитных деривативов в целях передачи кредитного риска определенной совокупности активов или требований третьим лицам.¹⁹ В случае синтетической секьюритизации продажи активов с баланса инициатора сделки не происходит, в связи с чем данный вид секьюритизации может быть отнесен к балансовому способу финансирования. Осуществляется лишь передача рисков, связанных с секьюритизируемыми требованиями, при помощи использования кредитных деривативов. Наличие требований или активов на балансе инициатора помогает избежать трудностей их передачи, характерных для традиционной секьюритизации. Синтетическая секьюритизация является более гибкой по сравнению с традиционной, в частности, т.к. инициатор сделки не обязательно должен формировать большой объем активов или

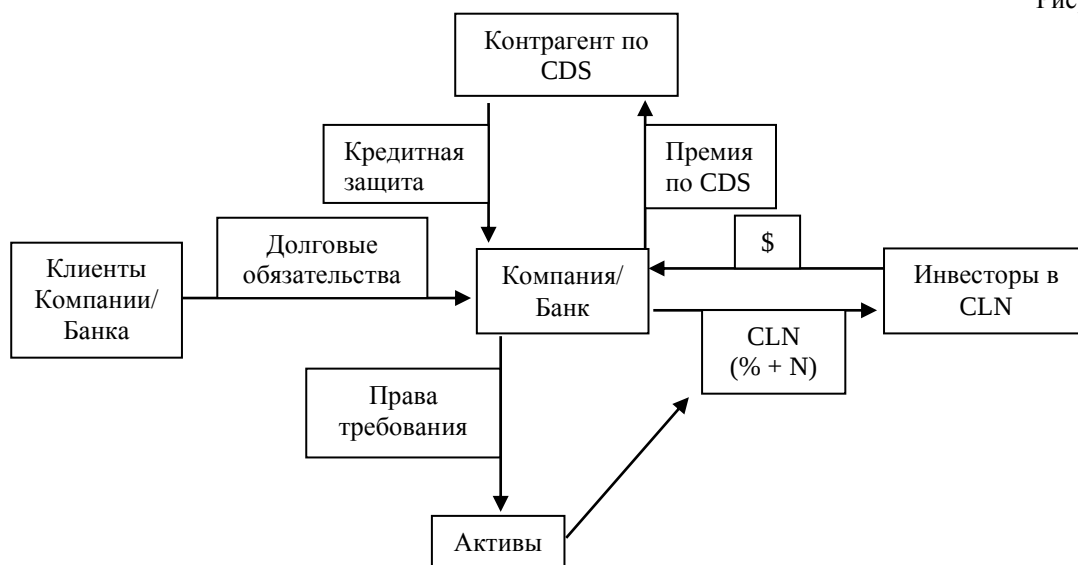
¹⁹ Asset Securitization. Supporting Document to the New Basel Capital Accord // Basel Committee on Banking Supervision. Consultative Document. Bank for international Settlements. – January, 2001. – P. 15. Интернет-сайт Банка международных расчетов Bank for international Settlements. Систем. требования: Foxit Reader. URL: <http://www.bis.org/publ/bcbsca06.pdf> (дата обращения: 10.09.2011 г.).

требований. Передача рисков по требованиям или активам в данном случае может осуществляться поэлементно – траншами. Кроме того, вследствие синтетической структуры сделок активы и требования не обязательно должны быть однородными. Синтетическая секьюритизация является более дешевой, т.к. при данном виде сделок не обязательно создается SPV – компания, что способствует значительному сокращению издержек. Однако если SPV – компания все же принимает участие в сделке, то тогда существует возможность получения рейтинга для ценных бумаг, включающих в себя кредитный дериватив, выше рейтинга непосредственного инициатора сделки.

Сделка секьюритизации активов с использованием связанных кредитных нот может выглядеть следующим образом:

Предположим, что на рынке существует компания/банк, которой необходимо дополнительное финансирование (рисунок 3).

Рисунок 3.



Источник: составлено автором.

Компания/банк располагает некоторым объемом неликвидных активов – прав требований по обязательствам собственных клиентов. При этом существует риск того, что клиенты компании/банка не смогут выполнить свои обязательства в полном объеме, другими словами, риск неплатежеспособности или же кредитный риск клиентов. Компания/банк объединяет имеющиеся права требования по обязательствам собственных клиентов в пул активов и секьюритизирует их посредством выпуска связанных кредитных нот, которые впоследствии распределяются среди инвесторов. Эмитентом связанных кредитных нот может являться как сам организатор сделки, так и привлеченные в качестве посредников банки или же специально созданная для эмиссии CLN SPV-компания. При этом непосредственно сами активы остаются на балансе компании/банка, а связанные

кредитные ноты позволяют передать полностью или частично кредитный риск по долговым обязательствам клиентов инвесторам.

Инвесторы, приобретая связанные кредитные ноты, рефинансируют долговые обязательства клиентов, так как при покупке CLN выплачивают их номинальную стоимость в пользу организатора сделки. Если посредством выпуска связанных кредитных нот компании/банку удастся передать инвесторам лишь часть кредитного риска клиентов, то оставшая часть риска может быть «нейтрализована» при помощи кредитного дефолтного свопа, который компания/банк может приобрести у третьей стороны сделки – контрагента по CDS. Согласно кредитному дефолтному свопу организатор сделки обязуется выплачивать третьей стороне регулярные выплаты, составляющие по итогу платежей премию, в обмен на которую третья сторона обязуется компенсировать убытки в пользу организатора при наступлении кредитного события по долговым обязательствам его клиентов. Следует заметить, что использование в сделке кредитного дефолтного свопа может носить и обратное направление, когда кредитную защиту по долговым обязательствам клиентов предоставляет непосредственно участник сделки, являющийся эмитентом CLN – организатор, привлеченный банк-посредник, или же SPV-компания. В данном случае премия по кредитному дефолтному свопу будет выплачена в пользу указанных участников сделки, которая может быть использована при осуществлении выплат инвесторам связанных кредитных нот. Денежные средства от реализации CLN могут быть получены организатором сделки в качестве привлеченного дополнительного финансирования или же использованы эмитентом для приобретения высокорейтинговых долговых ценных бумаг, поступления по которым наряду с премией по кредитному дефолтному свопу могут быть использованы в качестве обеспечения платежей по связанным кредитным нотам.

Подобные сделки секьюритизации активов с использованием связанных кредитных нот будут являться особенно выгодными, если получаемые организатором платежи в качестве обслуживания долговых обязательств собственных клиентов будут превышать выплаты, осуществляемые в пользу инвесторов CLN. Купонный доход, выплачиваемый инвесторам, представляет собой не что иное как стоимость привлечения финансирования посредством выпуска и реализации связанных кредитных нот на финансовом рынке. Вследствие чего операции по секьюритизации активов будут также считаться выгодными в случае, если стоимость привлечения финансирования из других источников организатора будет выше, чем процентные выплаты по CLN. Чем выше кредитный рейтинг эмитента связанных кредитных нот, тем ниже будет стоимость привлечения финансирования для организатора сделки.

Следует заметить, что не только банки и компании могут остаться в выигрыше, практикуя секьюритизацию активов, но также и инвесторы, ищущие современные и эффективные способы вложения собственных средств. К примеру, использование CLN в практике российских и зарубежных банков и компаний приобрело текущую популярность в частности и потому, что инвесторы, которым недоступны операции с использованием кредитных деривативов, могут получить доступ к рынку таковых, купив связанные кредитные ноты. Инвесторы могут рассчитывать на получение более высокой доходности по связанным кредитным нотам, нежели по обычным долговым ценным бумагам, вследствие участия в кредитном риске. Кроме того, выпуски связанных кредитных нот могут быть организованы согласно определенным запросам инвесторов относительно стоимости приобретаемых CLN, их желаемой доходности, рейтингу, даты погашения и т.д. Благодаря таким гибким условиям те группы инвесторов, для которых операции с кредитными деривативами являются недоступными в силу правовых, регулятивных или функциональных ограничений, получают возможность инвестировать согласно своим целям и интересам.

1.2 Содержание, масштабы и структура международного финансирования.

Говоря о важности и необходимости осуществления экономическими субъектами международного финансирования с помощью тех или иных инструментов, в частности и связанных кредитных нот, следует заметить, что в его основе лежит движение одного из наиболее мобильных на сегодняшний день экономических ресурсов – финансового капитала.

Финансовый капитал, в свою очередь, являясь частью непосредственно капитала как экономического ресурса, представляет собой финансовые активы или же капитал в денежной форме, включающий ценные бумаги, счета и депозиты в банках, наличные средства и т.д. В условиях основных процессов, происходящих в современном мировом хозяйстве, к которым можно отнести глобализацию, международную экономическую интеграцию, транснационализацию и изменения в механизмах регулирования мировой и национальной экономики, финансовый капитал по-прежнему остается неравномерно распределенным между странами и среди отдельных участников рынков. Национальные финансовые рынки, в свою очередь, значительно различаются соотношением инвестиций и сбережений, условиями инвестиционного климата, институциональной структурой, правилами регулирования и контроля. Индивидуальные подходы к управлению капиталом порождают конкуренцию его владельцев за право наиболее эффективного и оптимального использования финансовых ресурсов. Подобные характеристики развития рынков

способствуют росту международного движения капитала и, как следствие, увеличению числа операций по международному финансированию экономических субъектов.

Привлечение международного финансирования осуществляется в том числе в форме использования ссудного капитала, что подразумевает предоставление кредиторами заемщикам финансовых ресурсов на условиях возвратности, срочности и уплаты процента. Традиционно в рамках международного движения финансовых ресурсов к ссудному капиталу относят прочие инвестиции, включающие в себя прежде всего банковские депозиты, вклады, займы и кредиты. Тем не менее на сегодняшний день достаточно широкое развитие получает тенденция секьюритизации кредитных отношений, а именно, замещения традиционных форм привлечения финансовых ресурсов в виде банковских кредитов и займов выпуском долговых ценных бумаг. Вследствие чего, по мнению автора, к ссудному капиталу следует относить и часть портфельных инвестиций в форме долговых финансовых обязательств.

Следует заметить, что с начала процесса интернационализации мировой экономики все большее количество экономических субъектов из многих стран и регионов в различных масштабах становится вовлеченным в международное движение капитала и, как следствие, международное финансирование. К примеру, в ежегодном докладе Международного Валютного Фонда о мировой финансовой стабильности можно наглядно наблюдать динамику участия тех или иных стран в роли основных экспортеров и импортеров капитала. Так, за последние десятилетия международное движение капитала приобрело двустороннюю направленность, а именно, если раньше основные потоки финансового капитала в основном циркулировали по направлению из развитых стран в страны с формирующимся рынком, то на сегодняшний день как развитые, так и страны с формирующимся рынком могут являться как экспортерами, так и импортерами капитала. Другими словами, одной из основных характеристик современных экономических процессов несомненно является рост масштабов мобильности финансового капитала.

Как уже было упомянуто выше, одной из предпосылок международного движения капитала и, соответственно, мобильности финансовых ресурсов и развития международного финансирования, является неравенство инвестиций и сбережений в национальных экономиках. О принадлежности той или иной страны к нетто-импортерам или же нетто-экспортерам капитала могут свидетельствовать соотношения ее сбережений и инвестиций с валовым внутренним продуктом. Согласно статистическим данным мировые значения нормы валового накопления и сбережения колеблются в последние годы в пределах от 22,5% до 25,1% (см. приложение 2, таблица 1) и в среднем составляют 23,97% и 24,3% соответственно.

В различных страновых группах данные показатели значительно варьируются. В частности, следует заметить, что для развитых стран с постиндустриальной экономикой, ориентированной большей частью не на наращивание финансового капитала, а на эффективность его использования и человеческий капитал, норма валового накопления, как правило, стабильно превышает норму валового сбережения, что можно наблюдать, к примеру, в США. Если же рассматривать позицию новых индустриальных и развитых азиатских стран, в частности Японии, то наблюдается обратная тенденция превышения сбережений над инвестициями. Разница между страновыми сбережениями и инвестициями может быть покрыта за счет международного нетто-движения капитала. Превышение нормы валового накопления над нормой валового сбережения обуславливает нетто-ввоз капитала, тогда как обратная ситуация – нетто-вывоз капитала, в связи с чем следует заключить, что США можно считать нетто-импортером капитала, тогда как Японию – нетто-экспортером. Подобный анализ подтверждается статистическими данными МВФ, согласно которым наибольшая доля чистого импорта капитала приходится на Соединенные Штаты Америки, тогда как в число основных экспортеров капитала входит Япония (таблица 1; см. приложение 2, таблица 2).

Таблица 1.

**Динамика международного движения капитала за 2002-2012 гг.,
(% от общемировой величины чистого импорта).**

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
США	75,5	71,5	70,1	65,4	59,6	49,2	43,4	38,2	39,7	37,6	35,2
Австралия	2,8	4,1	4,2	3,5	3,0	3,8	2,9	4,2	-	-	4,5
Испания	2,5	3,2	5,8	6,9	7,8	9,8	9,4	8,2	5,4	4,2	-
Великобритания	2,3	4,5	4,4	4,0	6,5	8,0	2,9	-	6,0	-	7,5
Мексика	2,2	1,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Италия	1,5	3,0	1,6	2,4	3,3	3,5	4,8	6,8	5,7	5,8	-
Португалия	1,4	-	1,3	-	-	-	-	-	-	-	-
Другие страны	12	11,2	11	13,1	15,2	20,2	29,5	29,7	30,9	32,5	31,8
Греция	-	1,3	-	-	2,2	3,0	3,2	3,7	-	-	-
Турция	-	-	1,6	1,9	2,3	2,5	-	-	4,1	6,2	-
Франция	-	-	-	2,8	-	-	4,0	5,2	-	4,4	4,6
Канада	-	-	-	-	-	-	-	3,8	4,2	4,0	5,0
Бразилия	-	-	-	-	-	-	-	-	4,0	4,2	4,3
Индия	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	7,0

Источник: составлено автором по данным Major Net Exporters and Importers of Capital // IMF Global Financial Stability Report. Statistical Appendix. 2003-2013. Интернет-сайт Международного валютного фонда International Monetary Fund. Систем. требования: Foxit Reader. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/index.htm> (дата обращения: 20.11.2013 г.).

Наиболее высокую норму валового сбережения имеют страны Азии с формирующимся рынком, а также группа стран Ближнего Востока и Северной Африки, в

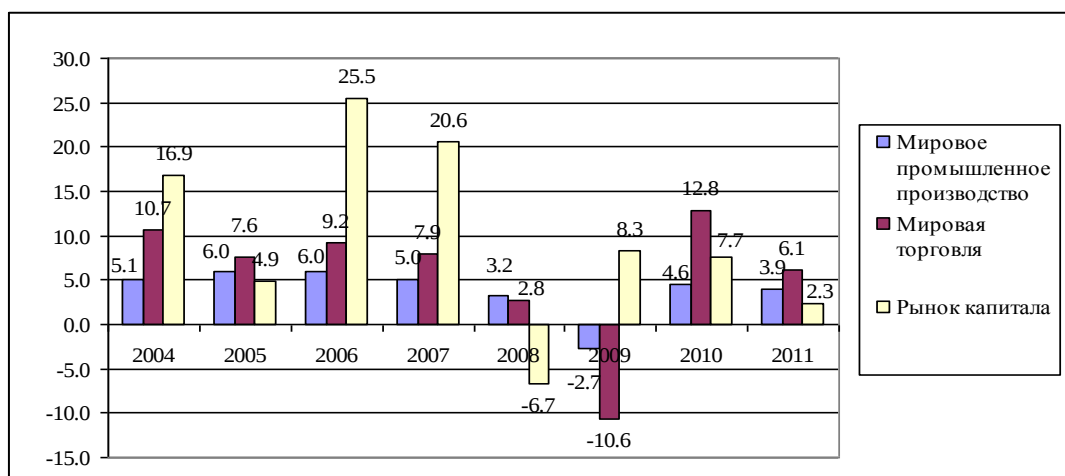
том числе благодаря Китаю, ВВП которого в максимальных объемах используется для сбережений, а также странам – экспортерам нефти, включая и Россию, чье высокое положительное сальдо текущего платежного баланса является одной из составляющей валового сбережения. Кроме того, на сегодняшний день Китай выступает крупнейшим чистым экспортером капитала, доля которого в общемировом показателе возросла за рассматриваемый период времени в 1,8 раза (см. приложение 2, таблица 2), в частности, благодаря высокой норме сбережений.

Как известно, инвестиции в финансовые активы осуществляются на основе сбережений, что в результате приводит к росту реального капитала, и, как следствие, валового накопления. Лидерами по значению нормы валового накопления также являются страны Азии с формирующимся рынком, в которых объемы осуществляемых инвестиций в условиях индустриализации обуславливают динамику экономического роста. Высокая норма валового накопления в сравнении с нормой сбережений и в Центральной и Восточной Европе, в том числе, в связи со значительным притоком иностранных инвестиций в страны данного региона.

Представляется общеизвестным, что вследствие продолжающихся процессов интернационализации и глобализации рынков финансовых ресурсов международное движение капитала, как и, в частности, международное финансирование, оказывают значительное влияние на конъюнктуру современной мировой экономики в целом. Интересен тот факт, что в современных экономических реалиях рост масштабов мирового рынка капитала и, как следствие, международного движения финансовых ресурсов и международного финансирования, как правило, значительно превышает увеличение аналогичных показателей как для международной торговли, так и мирового промышленного производства (рисунок 4).

Рисунок 4.

Ежегодное изменение объемов международной торговли, мирового промышленного производства и мирового рынка капитала за 2004-2011 гг., (%).



Источник: рассчитано автором по данным IMF World Economic Outlook. Statistical Appendix // International Monetary Fund. – October, 2012. – P. 203. Интернет-сайт Международного валютного фонда International Monetary Fund. Систем. требования: Foxit Reader. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/02/pdf/tables.pdf> (дата обращения: 01.02.2013 г.); IMF World Economic Outlook. Statistical Appendix // International Monetary Fund. – October, 2013. – P. 166. Интернет-сайт Международного валютного фонда International Monetary Fund. Систем. требования: Foxit Reader. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/02/pdf/text.pdf> (дата обращения: 20.11.2013 г.); Selected Indicators on the Size of the Capital Markets // IMF Global Financial Stability Report. Statistical Appendix. 2005-2012. Интернет-сайт Международного валютного фонда International Monetary Fund. Систем. требования: Foxit Reader. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/index.htm> (дата обращения: 20.01.2013 г.); Темпы роста объема промышленного производства Мира в целом // Интернет-сайт аналитического портала «Мировая экономика и Мировые рынки». URL: <http://www.ereport.ru/stat.php?razdel=country&count=world&table=ipecia> (дата обращения: 01.02.2013 г.).

В результате функционирование мирового рынка капитала становится одним из основных факторов развития мирохозяйственных связей, вследствие чего увеличиваются масштабы интернационализации производства и повышается технический уровень ведущих промышленных отраслей, уровень занятости и темпы экономического роста, объемы мировой торговли. Активизируется инвестиционный процесс в национальных экономиках, международное кредитование и заимствование при участии банков и компаний различных стран.

Все это способствует росту благосостояния домохозяйств и предприятий, что приводит к еще большим масштабам трансграничного движения мировых финансовых ресурсов, а также повышению эффективности и укреплению мирохозяйственных экономических связей.

Тем не менее значительное опережение темпов роста финансовых показателей современной мировой экономики в сравнении с параметрами реального сектора может способствовать возникновению угрозы отрыва финансового сектора от реального, росту его спекулятивной составляющей, увеличению волатильности, нестабильности финансовых индикаторов и, как следствие, провоцированию новых финансовых потрясений. В результате спекулятивный характер финансовых сделок, являющийся одной из причин образования так называемого «финансового пузыря», может предопределить доминирование краткосрочных мотивов субъектов финансового сектора над долгосрочными целями реальной экономики, тем самым отвлекая необходимые финансовые ресурсы от обеспечения эффективного функционирования мирохозяйственных связей и мировой экономики в целом.

Если приблизительно рассчитать средние значения ежегодного изменения данных показателей, то в результате в среднем объем мирового рынка капитала за выбранный период времени (2004-2011 гг.) увеличивался на 9,9%, тогда как объемы международной торговли и мирового промышленного производства – на 5,8% и 3,9% соответственно

(рисунок 4).²⁰ Тем не менее в условиях мирового финансового кризиса 2008 года первоначально резко сократились объемы именно мирового рынка капитала при уменьшении темпов роста международной торговли и мирового промышленного производства. Однако уже по состоянию на 2009 год наблюдалась прямо противоположная картина, когда нестабильное и неэффективное функционирование мирового финансового рынка в кризисных условиях отрицательно сказывалось на вышеупомянутых показателях мировой экономики. Вследствие чего необходимо также отметить, что процессы глобализации финансовых ресурсов и рынков капитала оказывают не только положительное влияние на мировую экономику в целом, но и имеют определенные отрицательные последствия. В частности, неконтролируемое движение капитала может спровоцировать значительную волатильность различных параметров мировой экономики, к примеру, платежных балансов или же валютных курсов, в результате чего негативные последствия будут ощущать уже не отдельные страны, а целые группы стран и экономических субъектов. Наконец, вследствие значительных масштабов одностороннего вывоза капитала из той или иной страны без взаимного привлечения международных финансовых ресурсов возрастает риск снижения темпов экономического роста и производственного развития в национальной экономике, ухудшения показателей рынка труда, платежного баланса и других экономических параметров. В отдельных случаях привлечение международного финансирования или же приток капитала в больших объемах способствует росту задолженности той или иной страны в виде обязательств на международных финансовых рынках, что также может стимулировать чувствительность экономических субъектов к мировым финансовым потрясениям.

1.2.1 Формы привлечения международного финансирования.

Традиционно в экономической профессиональной и учебной литературе в качестве компонентов международного финансирования, как обобщенной категории, выделяют иностранное и евровалютное финансирование. Иностранное финансирование подразумевает привлечение финансовых ресурсов экономическими субъектами на иностранном рынке капитала (национальном рынке капитала зарубежной страны) в валюте данного рынка (местной валюте). Зарубежные контрагенты по данной сделке будут резидентами выбранного рынка капитала. Евровалютное финансирование привлекается на зарубежных рынках в евровалюте. Каждый вид международного

²⁰ Примечание автора: в данном случае согласно статистическим данным, предоставленным МВФ, в качестве выбранных характеристик мирового рынка капитала выступают капитализация рынка акций, объем задолженности по долговым ценным бумагам, а также совокупные активы коммерческих банков.

финансирования в свою очередь подразделяется на доленое и долговое финансирование, определяя тем самым основные инструменты, которые используются экономическими субъектами при международном заимствовании – ценные бумаги и банковские кредиты. В рамках доленого финансирования привлечение финансовых ресурсов осуществляется путем эмиссии акций, тогда как долговое финансирование реализуется главным образом посредством банковских кредитов и размещения долговых ценных бумаг.

Согласно статистике Международного Валютного Фонда на сегодняшний день долговые финансовые операции составляют значительную долю финансирования мировой экономики. Так, например, за 2012 год мировые величины банковских активов и задолженности по долговым ценным бумагам составили 116956,1 млрд долл. (США) (161,95% ВВП мира) и 99134,2 млрд долл. (США) (137,27% ВВП мира) соответственно, тогда как капитализация рынка акций достигла лишь 72,69% мирового ВВП – 52494,9 млрд долл. (США).²¹ По данным МВФ о странах с формирующимся рынком совокупный объем операций по международным несекьюритизированным займам и кредитам за 2012 год составил 295,044 млрд долл. (США), сократившись в сравнении с 2009 годом в 1,27 раза²². Общий объем доленого международного финансирования достиг 116,598 млрд долл. (США), сократившись в сравнении с 2009 годом в 1,07 раза.²³ Лидером в данном случае явились сделки внешнего финансирования с использованием долговых ценных бумаг, совокупный объем которых за 2012 год составил 362,620 млрд долл. (США), увеличившись в сравнении с 2009 годом в 2,18 раза.²⁴

Следует заметить, что привлечение финансовых ресурсов путем иностранного финансирования часто бывает связано со многими ограничениями и, как следствие, высокими издержками выхода на зарубежный рынок. В частности, финансовые операции на иностранном рынке капитала подконтрольны местной юрисдикции, вследствие чего правила регулирования в области политики валютного контроля, налогообложения и

²¹ Составлено и рассчитано автором по данным IMF Global Financial Stability Report. Statistical Appendix // International Monetary Fund. – October, 2013. – P. 169. Интернет-сайт Международного валютного фонда International Monetary Fund. Систем. требования: Foxit Reader. URL: <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2013/02/pdf/statapp.pdf> (дата обращения 20.11.2013 г.).

²² Составлено и рассчитано автором по данным IMF Global Financial Stability Report. Statistical Appendix // International Monetary Fund. – October, 2013. – P. 181. Интернет-сайт Международного валютного фонда International Monetary Fund. Систем. требования: Foxit Reader. URL: <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2013/02/pdf/statapp.pdf> (дата обращения 20.11.2013 г.).

²³ Составлено и рассчитано автором по данным IMF Global Financial Stability Report. Statistical Appendix // International Monetary Fund. – October, 2013. – P. 179. Интернет-сайт Международного валютного фонда International Monetary Fund. Систем. требования: Foxit Reader. URL: <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2013/02/pdf/statapp.pdf> (дата обращения 20.11.2013 г.).

²⁴ Составлено и рассчитано автором по данным IMF Global Financial Stability Report. Statistical Appendix // International Monetary Fund. – October, 2013. – P. 177. Интернет-сайт Международного валютного фонда International Monetary Fund. Систем. требования: Foxit Reader. URL: <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2013/02/pdf/statapp.pdf> (дата обращения 20.11.2013 г.).

условий заимствования становятся строго определенными и слабо поддаются урегулированию на переговорах. Нередко лимитированными в рамках иностранного финансирования являются сроки осуществления подобных операций, объемы привлекаемых финансовых средств, а также направления их последующего использования. Экономические субъекты, желающие принять участие в сделке по иностранному финансированию на развитых рынках, проходят тщательный анализ и отбор согласно высоким стандартам раскрытия информации, состояния кредитной истории и финансовой репутации. Это, безусловно, повышает качество и надежность осуществляемых операций, но, в то же время, делает подобное финансирование относительно дорогостоящим и доступным лишь определенному числу и категориям участников финансовых рынков.

Евровалютное финансирование составляет достойную конкуренцию иностранному финансированию и в силу ряда специфических особенностей способно предоставить более лояльные и гибкие условия привлечения международных финансовых ресурсов. На сегодняшний день основная часть евровалютных операций осуществляется на международном рынке ссудного капитала в виде привлечения банковских синдицированных еврокредитов, а также, учитывая недавний рост масштабов секьюритизации кредитных отношений – размещения долговых ценных евробумаг, в том числе и связанных кредитных нот. Связанные кредитные ноты являются одним из сложных и интересных долговых финансовых инструментов евровалютного рынка ссудного капитала, в связи с чем представляется целесообразным более подробно рассмотреть евровалютный компонент международного финансирования в современной мировой экономике.

Евровалютный рынок ссудного капитала представляет собой рынок, на котором кредитно-депозитные институты, в основном, банки, и другие экономические субъекты осуществляют депозитно-ссудные операции, инвестирование и привлечение финансовых средств в валютах, получивших статус евровалют. В данном случае евровалютный рынок ссудного капитала не следует путать с европейским валютно-финансовым рынком, в рамках которого подобные операции осуществляются как в национальных, так и в иностранных по отношению к странам ЕС валютах. С учетом возникновения в странах Еврозоны общей валюты евро европейский валютно-финансовый рынок становится все в большей степени моновалютным. Следует заметить, что евровалюты не являются наличными деньгами в физическом смысле (банкнотами и монетами) и представляют собой срочные евродепозиты, а также вложения в евродепозитные сертификаты, размещенные в кредитных организациях за пределами страны эмиссии валюты.

Фактически национальная валюта любой страны может получить статус евровалюты при размещении в банке международного масштаба или же номинировании финансового инструмента вне территории страны эмиссии данной валюты. Приставка «евро» на сегодняшний день свидетельствует о том, что размещение депозита в той или иной евровалюте не подчиняется юрисдикции и регулированию, установленному в стране ее выпуска. Данный рынок является одной из составляющих мирового рынка ссудного капитала, который, как известно, включает в себя кредитные операции субъектов мировой экономики.

Мировой рынок ссудного капитала, в свою очередь, представляет собой сферу рыночных отношений, в рамках которой кредиторы и заемщики, в частности, банки, компании, финансовые институты, домохозяйства, государства осуществляют перераспределение свободных денежно-кредитных ресурсов и трансформируют их в ссудный капитал посредством формирования на данные средства спроса и предложения.

На сегодняшний день в литературе, посвященной экономике и финансам, не существует однозначно представленной классификации сегментов данного рынка. К примеру, в учебном пособии «Международные валютно-кредитные отношения» под редакцией доктора экономических наук, профессора Л.Н. Красавиной мировой рынок ссудного капитала подразделяется согласно критериям срочности и формы движения капитала на следующие составляющие:²⁵

- 1) мировой денежный рынок;
- 2) мировой рынок капиталов;
- 3) рынок еврокредитов.

Следует заметить, что в приведенную классификацию не включается мировой фондовый рынок, однако отмечается тесная взаимосвязь данного рынка с указанными тремя сегментами мирового рынка ссудного капитала «путем секьюритизации – выпуска банком ценных бумаг, обеспеченных обязательствами банковских клиентов по полученным ими ранее кредитам»²⁶ (рисунок 5).

Исходя из данной классификации к мировому денежному рынку предлагается относить краткосрочные депозитно-ссудные операции, в основном осуществляемые крупными банками. К мировому рынку капиталов в данном учебном пособии относятся средне- и долгосрочные кредиты, в том числе иностранные и еврокредиты.

²⁵ Международные валютно – кредитные отношения: учебник для вузов / Под ред. Л.Н. Красавиной. 4-е изд., перераб. и доп. М.: Издательство Юрайт, 2014. С. 324 – 325.

²⁶ Там же. С. 326 – 327.



Источник: Международные валютно – кредитные отношения: учебник для вузов / Под ред. Л.Н. Красавиной. С. 325, 327.

Наконец, мировой фондовый рынок определяется как рынок, на котором осуществляется эмиссия, а также покупка-продажа ценных бумаг. Сегментами данного рынка по классификации, представленной в учебном пособии под редакцией Л.Н. Красавиной, являются первичный рынок, посредством которого происходит эмиссия ценных бумаг, вторичный рынок, на котором осуществляется покупка-продажа уже имеющихся в обращении ценных бумаг, рынок производных финансовых инструментов, а также еврофинансовый рынок, включающий рынки различных евробумаг и новых финансовых инструментов.²⁷

В учебном пособии «Общая теория денег и кредита» под редакцией академика РАЕН Е.Ф. Жукова мировой рынок ссудного капитала в зависимости от сроков движения капитала подразделяется на три сегмента: мировой денежный рынок или «рынок краткосрочных иностранных и еврокредитов сроком от одного дня до года»²⁸, рынок среднесрочных и долгосрочных кредитов, а также мировой финансовый рынок, включающий в себя рынок иностранных облигационных и еврозаймов (рисунок 6).

Помимо этого, коллективом авторов учебного пособия под редакцией Е.Ф. Жукова предлагается классификация элементов мирового рынка ссудного капитала исходя из отождествления данного рынка с международным рынком ссудных капиталов, согласно

²⁷ Международные валютно – кредитные отношения: учебник для вузов / Под ред. Л.Н. Красавиной. С. 327.

²⁸ Общая теория денег и кредита: учебник для вузов / Под ред. академ. РАЕН Е.Ф. Жукова. 3-е изд., перераб. и доп. М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2012. С. 350.

которой основными составляющими мирового рынка ссудного капитала являются следующие сегменты:

1) рынок иностранного кредитования и заимствования; данный сегмент включает в себя все международные депозитно-ссудные операции, осуществляемые с нерезидентами на национальном рынке ссудного капитала;

2) евторынок ссудного капитала или евровалютный рынок, на котором происходит осуществление безналичных депозитно-ссудных финансовых операций в евровалютах.

Рисунок 6.



Источник: составлено автором по данным учебного пособия «Общая теория денег и кредита: учебник для вузов» / Под ред. академ. РАЕН Е.Ф. Жукова. С. 350.

В связи с тем, что основная часть операций международного рынка ссудного капитала осуществляется в евровалютах, евторынок также часто отождествляют с международным.

Следует заметить, что в настоящее время вследствие процессов интеграции институтов и сегментов финансовых рынков, а также их глобализации происходит постепенное переплетение структурных элементов мирового рынка ссудного капитала. При этом финансовые операции осуществляются на всех рынках финансовых ресурсов, в том числе на денежном рынке и на рынке капитала, что позволяет отождествлять с мировым финансовым рынком не только фондовый сегмент, объединяющий операции с ценными бумагами, но и в полной мере рынок денежных, валютных, кредитных и иных операций с финансовыми инструментами, в том числе иностранный рынок капитала, а также рынок так называемых еврокредитов или же наднациональный рынок капитала. Мировой рынок ссудного капитала является частью мирового финансового рынка, который включает в себя как несекуритизированные кредитные операции, так и операции с ценными бумагами по привлечению заемных финансовых ресурсов, в том

числе и в евровалютах, а также валютные конверсионные сделки, доленое финансирование, операции с деривативами, рынок страховых услуг и др. На сегодняшний день можно говорить о том, что операции евровалютного рынка (еврорынка) включают не только краткосрочные, но также и долгосрочные финансовые операции, банковское кредитование, операции с долговыми ценными бумагами и другими финансовыми инструментами, а евровалютный рынок ссудного капитала может быть равномерно распределен среди всех сегментов мирового рынка ссудного капитала.

Наиболее популярными в числе евровалют являются свободно конвертируемые валюты развитых стран мира, в частности, американский доллар, евро, английский фунт стерлингов, японская иена, и, наконец, швейцарский франк.

К примеру, анализ таблицы 3 показывает, что в период с 2003 по 2005 гг. лидирующие позиции в номинировании выпущенных международных долговых ценных бумаг занимала валюта евро, тогда как несколькими годами ранее в операциях на данном рынке доминировал доллар США (таблица 2).

Таблица 2.

Чистый выпуск международных долговых ценных бумаг в валюте выпуска, (млрд долл. США)).

Валюта	1999	2000	2001	2002
Доллар США	513,5	563,5	667,5	423,5
Японская Иена	-23,4	10,6	18,6	-17,5
Фунт Стерлингов	77,8	92,1	65,2	52,4
Канадский Доллар	-2,3	-2,8	-1,1	3,6
Шведская Крона	0,1	1,2	1,4	1,1
Швейцарский Франк	4,0	-0,3	-5,1	8,0
Евро	506,7	423,2	622,8	491,9
Другие	14,5	8,9	19,1	30,6
Итого	1090,9	1096,4	1388,4	993,7

Источник: составлено автором по данным IMF Global Financial Stability Report. Statistical Appendix // International Monetary Fund. – September, 2006. – Р. 94. Интернет-сайт Международного валютного фонда International Monetary Fund. Систем. требования: Foxit Reader. URL: <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2006/02/pdf/statappx.pdf> (дата обращения: 01.03.2010 г.).

Таблица 3.

Чистый выпуск международных долговых ценных бумаг в валюте выпуска, (млрд долл. (США)).

Валюта	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010*
Доллар США	413,1	368,4	475,1	1018,9	1154,0	690,3	1213,9	1075,7
Японская Иена	3,3	26,9	3,8	19,4	67,2	20,9	-41,3	-20,9
Фунт Стерлингов	84,4	132,8	197,6	222,7	228,0	564,3	240,1	17,9
Канадский Доллар	15,5	25,5	29,4	32,1	51,1	30,9	24,4	31,1
Шведская Крона	2,0	3,4	6,2	7,0	9,4	11,7	14,0	17,9
Швейцарский Франк	15,8	12,7	13,1	28,1	24,5	13,4	21,0	0,0
Евро	777,5	917,2	986,0	1201,1	1153,0	954,3	1077,3	326,6
Другие	38,0	52,2	86,9	79,2	105,2	68,8	20,1	-
Итого	1349,6	1539,0	1798,1	2608,7	2792,4	2354,6	2579,6	1448,3

Источник: составлено автором по данным IMF Global Financial Stability Report. Statistical Appendix // International Monetary Fund. – October, 2008. – Р. 180. Интернет-сайт Международного валютного фонда

International Monetary Fund. Систем. требования: Foxit Reader. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2008/02/pdf/statappx.pdf> (дата обращения: 01.03.2012 г.); IMF Global Financial Stability Report. Statistical Appendix // International Monetary Fund. – October, 2009. – P. 182. Интернет-сайт Международного валютного фонда International Monetary Fund. Систем. требования: Foxit Reader. URL: <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2009/02/pdf/statappx.pdf> (дата обращения: 01.03.2012 г.); IMF Global Financial Stability Report. Statistical Appendix // International Monetary Fund. – October, 2010. – P. 18. Интернет-сайт Международного валютного фонда International Monetary Fund. Систем. требования: Foxit Reader. URL: <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2010/02/pdf/statappx.pdf> (дата обращения: 01.03.2012 г.); * BIS Quarterly Review. Statistical Annex // Bank for International Settlements. – March, 2012. – P. A119. Интернет-сайт Банка международных расчетов Bank for International Settlements. Систем. требования: Foxit Reader. URL: http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa1203.pdf (дата обращения: 20.03.2013 г.).

Доля евро в общей совокупности используемых в данной сфере валют составляла на 2006 г. 46%. Второе место принадлежало доллару – 39%. Согласно приведенным данным лидирующие позиции валюта евро занимала вплоть до 2009 г., когда доллар США незначительно превысил евро в номинировании выпущенных долговых ценных бумаг. Третье место в 2007 г., как и с конца 1990-х, занимал фунт стерлингов с долей в 8%. Интересна динамика японской иены, чистый выпуск номинированных в которой международных долговых ценных бумаг в 2002 г., как и в 1999 г. был отрицательным, и, начиная с 2003 г., имел достаточно нестабильную динамику. В общем и целом, налицо положительная динамика финансовых операций в евровалютах. В частности, с 2006 по 2007 гг. согласно таблице 3 чистый выпуск международных долговых ценных бумаг (преимущественно это и есть ценные бумаги, номинированные в евровалютах) продемонстрировал рост в 1,07 раза, за исключением бумаг в швейцарских франках, чей выпуск за данный период сократился на 12,8%. Можно также заметить, что в сравнении с 1999 г. объем чистой эмиссии данных финансовых инструментов к 2007 г. увеличился в 2,5 раза, что достаточно значительно. В сравнении с 2007 годом, объемы выпуска долговых ценных бумаг в 2008 году были значительно сокращены, главным образом, в результате негативных последствий влияния мирового финансового кризиса на внешние рынки заимствований, в частности, в евровалютах. Тем не менее по данным на 2010 г. чистый выпуск международных долговых ценных бумаг, номинированных в долларах США, составил 1075,7 млрд долл., тогда как в евро – 326,6 млрд долл. Следует заметить, что в результате негативного влияния нового этапа мирового финансового кризиса на международных рынках заимствований вновь образовалась тенденция к снижению объемов выпуска долговых ценных бумаг, в результате чего по данным на 2011 г. (таблица 4) чистый выпуск таких бумаг, номинированных в долларах США, составил 308,5 млрд долл., однако в 2012 г. увеличился до 565,5 млрд долл., тогда как в евро объемы выпуска сохранили понижающийся тренд, составив за 2011 и 2012 гг. 100,1 и 78,6 млрд долл. соответственно. Объемы выпуска международных долговых ценных бумаг в фунтах стерлингов, а также других евровалютах, значительно сократились под влиянием

второй волны мирового финансового кризиса. Наиболее стабильную динамику за рассматриваемый период времени продемонстрировали выпуски долговых ценных бумаг, номинированных в шведских кронах.

Таблица 4.

Чистый выпуск международных долговых ценных бумаг в валюте выпуска (млрд долл. (США)).

Валюта	2011	2012
Доллар США	308,5	565,5
Японская Иена	-33,1	-22,5
Фунт Стерлингов	-51,4	14,2
Канадский Доллар	1,3	-32,4
Шведская Крона	15,9	14,5
Швейцарский Франк	-13,8	-10,9
Евро	100,1	78,6

Источник: составлено автором по данным BIS Quarterly Review. Statistical Annex // Bank for International Settlements. – September, 2013. – P. A124. Интернет-сайт Банка международных расчетов Bank for International Settlements. Систем. требования: Foxit Reader. URL: http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa1309.pdf (дата обращения: 20.10.2013 г.).

Институциональными структурными элементами мирового рынка ссудного капитала являются банки, а также другие кредитно-финансовые институты, страховые компании, фирмы, пенсионные и инвестиционные фонды, государство и т.д. Тем не менее следует отметить, что основная доля финансовых операций, осуществляемых на мировом рынке ссудного капитала, принадлежит корпорациям и банкам.

В роли участников евровалютного рынка ссудного капитала могут выступать кредиторы, заемщики и посредники в лице банков различного уровня, брокерских фирм, международных организаций и организаций на правительственном уровне, торговых и промышленных корпораций, страховых компаний, институциональных инвесторов и достаточно состоятельных физических лиц.

Специфика евровалютного рынка ссудного капитала способствует росту масштабов финансовых операций и, как следствие, возможности привлечь финансовые средства в крупных объемах, которые для многих компаний и банков могут быть недоступными на внутренних рынках. Путем таких масштабных финансовых транзакций евровалютный рынок ссудного капитала оказывает прямое воздействие на международную торговлю, потоки капиталов, а также платежные балансы стран, экономические субъекты которых вовлечены в операции на данном сегменте мирового финансового рынка. Негативным следствием переплетения национальных и евровалютного рынка ссудного капитала является взаимозависимая чувствительность рынков к колебаниям экономической конъюнктуры одного из них, вследствие чего могут происходить цепные реакции переноса кризисных явлений с неблагоприятными последствиями для экономики тех или иных стран.

Одними из основных специфических особенностей евровалютного рынка ссудного капитала, как правило, являются следующие характеристики:

1) Операции в евровалютах не требуют конвертации во внутренние валюты, не подпадают под налоговое регулирование и ограничительную политику национальных рынков тех или иных стран. В частности, на подобные операции не распространяются требования центральных банков относительно резервов коммерческих банков при осуществлении заимствования на внутренних рынках. Кроме того, операции участников евровалютного рынка ссудного капитала, как правило, не облагаются подоходным налогом (благодаря применению различных способов избежания налогообложения либо их осуществлению в юрисдикциях – налоговых гаванях).

2) Процентные ставки являются относительно самостоятельными по отношению к ставкам, формирующимся на внутренних финансовых рынках, и определяются соотношением спроса и предложения на капитал в мировом масштабе.

3) Следствием особенности №1 является возможность кредиторов, в частности, евробанков, устанавливать повышенные процентные ставки по евродепозитам и пониженные – по еврокредитам, что позволяет им получать высокие прибыли по данным операциям и предоставляет возможность заемщикам привлекать финансовые ресурсы дешевле в сравнении с внутренними рынками ссудного капитала.

Если говорить о предоставлении заемных средств небанковскому заемщику на евровалютном рынке ссудного капитала, то для данных клиентов существует возможность получить ссуду в евробанке по ставке «аск», которая представляет собой ставку продажи кредитных ресурсов в евровалюте евробанком, с учетом спреда над базовой ставкой, взимаемого с клиента в качестве премии за риск. Статус евробанка может получить любой банк, находящийся, как правило, в международных финансовых или же оффшорных банковских центрах и способный принимать вклады и предоставлять кредиты нерезидентам, номинированные в евровалютах. При установлении цен на еврокредиты, как правило, используются межбанковские ставки Лондона или же Парижа, так называемые ЛИБОР и ПИБОР, с учетом премии за риск. ЛИБОР представляет собой среднюю ставку предложения по кредитам в валюте ведущих лондонских банков. Ставкой ПИБОР будет являться расчет средней величины ставок предложения по кредитам 14 основных банков Парижа, номинированных в основных валютах, без учета трех верхних и трех нижних ставок. Кроме того, в странах зоны евро используется европейская межбанковская ставка предложения ЕВРИБОР, которая определяется при поддержке Европейской банковской федерации (European Bank Federation) и является

средневзвешенной процентной ставкой по межбанковским кредитам в валюте евро.²⁹ Аналогом ставки ЕВРИБОР по кредитам в евро является международная ставка ЕВРИБОР по межбанковским кредитам и депозитам в долларах США (USD EURIBOR – USD Interbank Offered Rate).³⁰

Следует заметить, что с развитием евровалютного рынка все же происходит некоторое ослабление роли национальных рынков стран с точки зрения международного движения ссудного капитала и привлечения международных финансовых ресурсов. Данные рынки становятся менее автономными и более открытыми по отношению к глобальным экономическим процессам. Можно говорить о том, что в настоящее время евровалютный рынок служит некоторым обособлением международных потоков капитала и в значительной степени способствует глобализационным процессам в мировой экономике.

1.2.2 История возникновения и развития мирового и евровалютного рынка ссудного капитала.

На раннем этапе своего развития мировой рынок ссудного капитала представлял собой лишь совокупность независимых и обособленных внутренних или же национальных рынков ссудного капитала различных стран. В основном данный рынок был сформирован деятельностью банков стран с достаточно развитыми финансовыми рынками, осуществляющих финансовые операции по кредитованию в национальных валютах. Кроме того, все условия данных финансовых сделок устанавливались согласно сложившимся тенденциям на национальных рынках ссудного капитала. Однако в силу развития интернационализации хозяйственной жизни, а также интеграционных процессов в мировой экономике появилась тенденция к постепенному сближению и конвергенции национальных рынков ссудного капитала, что дало импульс к развитию международного финансирования в целом. Следует отметить, что первоначально международный рынок ссудного капитала представлял собой лишь операции с нерезидентами той или иной страны или же международные финансовые операции, которые производились на национальных рынках ссудного капитала данных стран (т.е. являлся рынком так называемого иностранного финансирования).

Позднее распространяющиеся процессы интернационализации и интеграции способствовали появлению известнейших международных рынков ссудного капитала,

²⁹ About Euribor // Интернет-сайт Европейской банковской федерации European Bank Federation. URL: <http://www.euribor-ebf.eu/euribor-org/about-euribor.html> (дата обращения: 15.09.2012 г.).

³⁰ About USD Euribor // Интернет-сайт Европейской банковской федерации European Bank Federation. URL: <http://www.euribor-ebf.eu/usd-euribor.org/about-usd-euribor.html> (дата обращения: 15.09.2012 г.).

трансформирующихся затем в крупнейшие мировые финансовые центры, более независимые и обособленные от внутренних рынков ссудного капитала. Такие центры, к примеру, как Лондон, Нью-Йорк, Париж, включали в себя крупнейшие банки и другие финансовые институты, осуществляющие в частности и международные кредитно-заемные операции, сделки с золотом и иностранной валютой, посредством которых постепенно образовывался относительно обособленный по отношению к внутренним рынкам тех или иных стран сектор мирового рынка ссудного капитала. Кроме того, на тот момент времени все еще существовали многочисленные ограничения для трансграничных переливов капитала в условиях значительных различий параметров и регулирования национальных рынков ссудного капитала. Следует отметить, что данные условия не могли в дальнейшем способствовать становлению современного мирового рынка ссудного капитала, для которого характерно все большее размывание границ между его национальными сегментами. Более того, для непосредственного развития международного финансового капитала необходим был такой рынок, который формировал бы максимально благоприятные условия для его функционирования и смог бы стать единым и унифицированным центром перелива такого капитала. Подобным рынком в конце 1950-х гг. и стал евра валютный рынок, явившийся неким «изолированным посредником между национальными рынками, операции которого не регулировались национальными государственными органами».³¹

Историческим центром возникновения евра валютного рынка ссудного капитала принято считать Лондон, где в значительной мере могла быть обеспечена политическая стабильность, а также полное дерегулирование данных финансовых операций со стороны государства.

По мере развития евра валютного рынка ссудного капитала образовавшиеся финансовые центры стали приобретать определенную специализацию согласно осуществляемым финансовым операциям в международном и мировом масштабах. В страновом разрезе данная специализация достаточно разнообразна. К примеру, Люксембург общеизвестен как международный финансовый центр, в котором сосредоточена существенная доля долгосрочного заимствования, а также как центр концентрации фондовых операций на собственной бирже мировой известности. Цюрих принято считать международным финансовым центром, способным аккумулировать потоки международного капитала, а также известным благодаря имеющемуся достаточно развитому рынку золота. Лондон является общепризнанным финансовым центром, аккумулирующим основную долю евра валютных финансовых операций, а также

³¹ Общая теория денег и кредита: учебник для вузов / Под ред. академ. РАЕН Е.Ф. Жукова. С. 349.

операций с такими производными финансовыми инструментами, как фьючерсы, с фондовыми ценностями, транзакций с золотом и т.д. Гонконг принято считать одним из общемировых центров синдицированного кредитования, Сингапур – центром сосредоточения инвестиционных фондов и финансовых операций, Бахрейн – центром осуществления операций краткосрочного кредитования, а также валютных транзакций, сделок с золотом и крупным страховым рынком на Ближнем Востоке.

Росту масштабов еврвалютного рынка ссудного капитала способствовало также становление международных финансовых центров в странах с формирующимся рынком как очередной этап развития мирового рынка ссудного капитала в целом. Такие центры сосредотачивали финансовые операции не только транснационального сектора экономики, но также в полной мере был задействован и постепенно расширяющийся национальный банковский капитал. Кроме того, можно говорить о том, что возникновение спроса и предложения на рынках ссудного капитала стран с формирующимся рынком стимулировало развитие в данных регионах региональных рынков капитала, вненациональных по сути. Таким образом, с учетом вышеописанных факторов и процессов в мировой экономике еврвалютный рынок ссудного капитала стал развиваться в глобальном масштабе и привлекать экономических субъектов не только стран с развитой финансовой системой, но также и стран с формирующимися финансовыми рынками.

Следует заметить, что во времена Великой депрессии конца двадцатых - начала тридцатых годов XX века, а также в течение Второй мировой войны, наблюдался значительный спад международных финансовых операций с капиталом и валютой. Тем не менее в конце 1950-х гг. произошло возникновение еврвалютного рынка ссудного капитала, который стал «единым, унифицированным, а также свободным от национального государственного регулирования»³² сегментом мирового рынка ссудного капитала.

Первоначально еврвалютный рынок ссудного капитала существовал в виде рынка евродолларов, так как одним из первых статус еврвалюты на рынке ссудного капитала получил доллар США, когда депозиты, номинированные в американской национальной валюте, стали размещаться в западноевропейских банках. По мере развития рынка во второй половине 1960-х гг. к нему присоединились евростерлинги, еврофранки и другие валюты стран Западной Европы, постепенно приобретающие статус еврвалюты. Позднее данный статус приобрела и иена. Сначала приставка «евро» символизировала именно регион возникновения еврорынка – к примеру, Лондон, Париж, Цюрих. Однако позднее, с

³² Общая теория денег и кредита: учебник для вузов / Под ред. академ. РАЕН Е.Ф. Жукова. С. 349.

распространением на евторынке валют других стран и операций в неевропейских финансовых центрах, ее значение стало подразумевать лишь иностранный характер валюты по отношению к месту совершения финансовых операций. В монографии Л.Н. Федякиной «Международные финансы» отмечается, что евровалюты также называют «деньгами без гражданства», т.к. они не регулируются законодательством страны эмиссии, вследствие чего являются вненациональными валютами.³³

Довольно часто возникновение евровалютного рынка ссудного капитала связывают с тем, что СССР, опасаясь за потерю долларовых депозитов в американских банках в силу их ареста, размещал их в европейских банках. Предполагалось, что данные депозиты могут быть конфискованы согласно заявлениям граждан США, лишившихся собственности во время революционных преобразований в Советской России. Во времена холодной войны для внешнеэкономических организаций СССР предпочтительнее было держать доходы в долларах от экспортных операций во французских и английских банках. Такие международные депозиты, позже приобретшие название «евродепозиты», уже не могли регулироваться американским законодательством. В свою очередь западноевропейские банки предоставляли займы другим заемщикам, используя в качестве источников депонированные доллары из социалистических стран, что и послужило толчком к развитию рынка так называемых евродолларов.

Тем не менее основными причинами возникновения евровалютного рынка ссудного капитала принято считать существование ограничений того времени в отношении резервных требований и процентных ставок по банковским кредитам и депозитам, а также в области налогообложения банковской деятельности на национальных финансовых рынках, вследствие чего отечественные и зарубежные банки находились в неравных экономических условиях привлечения финансовых ресурсов.

Следующим фактором, стимулирующим развитие евровалютного рынка ссудного капитала первоначально в виде рынка евродолларов, явилось восстановление конвертируемости валют стран Западной Европы при ликвидации Европейского платежного союза в 1958 г.³⁴ Данный фактор в полной мере способствовал развитию конкурентных условий привлечения и предоставления ресурсов на евровалютном рынке ссудного капитала, т.к. с момента обретения многими валютами статуса конвертируемых экономические субъекты стран Западной Европы получили возможность размещать доллары на основе конкурентных процентных ставок в зарубежных коммерческих банках. В то же время коммерческие банки стран Западной Европы стали способны держать

³³ Федякина Л.Н. Международные финансы. М.: Питер, 2005. С. 152.

³⁴ Там же. С. 159

доллары без их конвертации в национальные валюты той или иной западноевропейской страны посредством центрального банка.

Позднее, к валютам стран Западной Европы, получившим статус евровалют, присоединилась и иена, что позволило евровалютному рынку ссудного капитала выйти за пределы западноевропейского региона и увеличить масштабы осуществления финансовых операций по привлечению и предоставлению кредитных ресурсов.

Следует заметить, что США, и Великобритания в то время, в 1950-1960-х гг., проводили активную ограничительную политику при осуществлении финансовых операций в национальных валютах, что также способствовало значительному увеличению евровалютного рынка. К примеру, в 1957 г. Банком Англии были введены ограничения по кредитованию нерезидентов в фунтах стерлингов, вследствие чего банки Великобритании стали активно предоставлять кредиты нерезидентам в депонированных на их счетах долларах, что явилось еще одной предпосылкой для развития евровалютного рынка ссудного капитала на его первоначальной стадии. В связи с указанными фактами Лондон в 1960-е-1970-е гг. стал постепенно приобретать статус международного финансового центра, т.к. операции в евродолларах притягивали достаточно большое количество кредиторов и заемщиков, имеющих финансовые средства или же желающих их получить в данной валюте.

В связи с нестабильной экономической ситуацией, включающей бюджетный дефицит, а также снижение активного сальдо торгового баланса, правительство США в 1950-1960-х гг. ввело ограничения для операций на национальном финансовом рынке, способствовавшие значительному оттоку финансовых средств в долларах в западноевропейские страны, а также препятствовавшие развитию рынка международных долларовых операций на территории страны в связи с образованием на национальном финансовом рынке США менее привлекательных условий для заемщиков и кредиторов. К данным ограничениям относятся два правила, установленные ФРС:

1) Правило «М», согласно которому при расчетных операциях американских банков с ФРС устанавливалась сумма обязательных резервов по привлеченным ими депозитам, в связи с чем происходило удорожание кредитно-ссудных операций на внутреннем рынке США. Евровалютный рынок ссудного капитала не имел подобного ограничения, вследствие чего банки могли беспрепятственно предоставлять финансовые ресурсы в евродолларах на данном сегменте мирового рынка ссудного капитала по более низким ставкам.

2) Правило «Q», согласно которому устанавливался потолок по депозитным процентным выплатам в банках-резидентах на внутреннем финансовом рынке, в связи с

чем для банков отсутствовала возможность предлагать более высокие ставки по депозитам, что в определенной степени снижало их конкурентоспособность в сравнении с кредитными институтами других стран. Однако следует заметить, что данное правило применялось только лишь к банкам-резидентам США. Американские банки стали активно расширять количество своих подразделений в странах Западной Европы и переводить долларové средства в эти кредитные учреждения, не подпадавшие под национальное регулирование со стороны США, в связи с чем для американских банков появилась возможность выплачивать по депозитам более высокие ставки процента.

В качестве ответной реакции на значительный отток капитала из страны США вводят ряд новых ограничений, направленных в то время, в частности, и на сохранение золотодолларового стандарта. К примеру, в 1963 г. вводится так называемый уравнительный налог с процентных доходов резидентов по ценным бумагам нерезидентов, размещенным на финансовом рынке США, с целью сокращения объема их займов на этом рынке, отмененный позднее в 1974 г. В результате не только были повышены ставки процента по данным займам, но также и стоимость займов в долларах в Нью-Йорке, в связи с чем многие заемщики-нерезиденты переключились на евровалютный рынок ссудного капитала, не имевший подобного ограничения.

Более того, 1965 г. был ознаменован введением ограничения на использование финансовых средств внутреннего рынка США американскими корпорациями за рубежом, т.е. на зарубежное инвестирование, поначалу добровольного. Однако в 1968 г. были приняты меры по принудительному кредитному контролю, в связи с чем в поисках источников финансирования американские корпорации переориентировались на еврорынок ссудного капитала.

Наконец в 1969 г. при привлечении займа коммерческими банками США в собственных зарубежных подразделениях, номинированного в евродолларах, ФРС были введены резервные требования для банков-резидентов по данным операциям, что способствовало росту процентных ставок в зарубежных подразделениях американских кредитных институтов. Данное ограничение вновь способствовало увеличению масштабов евровалютного рынка ссудного капитала, т.к. в данном случае возросли евродолларовые процентные ставки.

Наличие подобных ограничений способствовало снижению конкурентоспособности американских банков на внутреннем рынке США в качестве поставщиков финансовых ресурсов, в связи с чем росло количество филиалов и дочерних структур данных банков, становившихся полноправными участниками евровалютного

рынка ссудного капитала, а также увеличивались объемы и масштабы операций по привлечению и предоставлению кредитных ресурсов на данном рынке.

Если говорить о масштабах евра валютного рынка, то благодаря тому, что в 1971 г. был отменен золотодолларовый стандарт, а в 1973 г. - фиксированные валютные курсы, «с 1963 по 1974 гг. валовой объем рынка евра валюты увеличился в 20 раз и составил 248 млрд долл. (США), при этом доля евро долларов превысила 70%».³⁵

Следует заметить, что и после отмены многих ограничений в США объем евра валютного рынка ссудного капитала продолжал увеличиваться. К примеру, за период с 1974 по 1982 гг. рост валового объема рынка евра валют, достигшего 1514,7 млрд долл. (США), составил 6,1 раза.³⁶ В данном случае основными факторами такой динамики евра валютного рынка явились следующие:

1) Значительный приток евро долларов от стран-экспортеров нефти. Причем поступившие средства евробанки с успехом предоставляли странам-импортерам нефти, имевшим дефицит по собственным текущим платежным балансам, что способствовало росту объемов заимствования на евра валютном рынке ссудного капитала.

2) Значительный рост экспортных цен и, как следствие, расширение международной торговли в условиях инфляции, в связи с чем компаниям-экспортерам, имевшим ликвидность в иностранных валютах, было выгодно размещать свои финансовые средства на евра валютном рынке, тогда как компании-импортеры тоже вели активную заемную политику на евра валютном рынке, процентные ставки на котором являлись наиболее конкурентными. К примеру, за период с 1970 по 1980 гг. рост мирового экспорта в текущих ценах составил 6,3 раза, в том числе в развитых странах и странах с формирующимся рынком в 5,6 и 9,9 раз соответственно.³⁷

3) Увеличение масштабов межбанковских кредитных операций вследствие предоставления синдицированных евро кредитов и евро займов компаниям в различных странах, осуществляющим политику слияний и поглощений. Кроме того, по прошествии долгового кризиса 1980-х гг. произошел приток экономических субъектов стран с формирующимся рынком на евра валютный рынок ссудного капитала в поисках более выгодных и безопасных условий финансирования экономики пострадавших стран. Таким образом, за период с 1980 по 1990 гг. рост рынка евра валют составил 6,2 раза, а его валовой объем превысил 6 трлн долл. (США).³⁸

³⁵ Федякина Л.Н. Международные финансы. С. 161.

³⁶ Там же.

³⁷ Там же.

³⁸ Там же.

В основном в данный период времени кредиторами в плане предоставления финансовых ресурсов на евровалютном рынке ссудного капитала являлись развитые страны. Следует заметить, что в 1980-х гг. на данном рынке активизируется Япония, предоставляющая избыточные финансовые ресурсы в связи с профицитом по внешнеторговым операциям, а также по текущим расчетам платежного баланса. Для данного периода времени также характерно увеличение числа азиатских стран, вовлеченных в финансовые операции на евровалютном рынке ссудного капитала. Данными странами осуществлялось накопление доходов от экспорта в иностранных валютах и затем производилось их конвертирование в ценные бумаги зарубежных компаний и государств. Тем не менее значительные объемы финансовых ресурсов на евровалютном рынке ссудного капитала предоставлялись американскими ТНК в связи с ростом процентных ставок на этом рынке, а также непосредственно долларowego курса.

Такое динамичное развитие евровалютного рынка ссудного капитала не могло не оказывать влияния на ограничительную политику США, вследствие чего в 1981 г. ФРС была легализована так называемая «система международных банковских агентств» (International Banking Facilities) с целью либерализации национального регулирования международных банковских транзакций. На национальном финансовом рынке США к операциям с нерезидентами теперь не применялись резервные требования, а также ограничения по кредитным ставкам процента. Более того, появилась возможность пользоваться налоговыми льготами. Наконец, для американских банков-резидентов стало проще открывать зарубежные филиалы. Результатом вышеуказанных событий, а также вследствие образования в Нью-Йорке, а затем и в Японии евровалютных рынков, явилось расширение масштабов евровалютного рынка ссудного капитала.

Таким образом, в 1980-е гг. XX века благодаря процессам интернационализации многие валютные и кредитные ограничения применительно к национальным рынкам ссудных капиталов были в значительной степени ослаблены или же отменены. Тем самым национальные кредитные механизмы стали более унифицированными, что позволило говорить о некоторой конвергенции между внутренними финансовыми рынками и непосредственно евровалютным рынком ссудного капитала. Следует также отметить, что на сегодняшний день такая конвергенция способствует нивелированию первоначальной обособленности евровалютного рынка ссудного капитала от национальных рынков и объединению последних в единый мировой рынок ссудного капитала.

Если говорить о развитии евровалютного рынка ссудного капитала в 1990-е гг., то следует заметить, что значительное влияние на его динамику в то время оказывали все те же повсеместно происходящие процессы глобализации мировой экономики. В конце XX

века мировой рынок ссудного капитала характеризовался увеличением объемов (за исключением экономического кризиса 1997-1998 гг.) и видов осуществляемых финансовых операций, появлением новых финансовых инструментов, ростом числа участников данного рынка. Это происходило отчасти и благодаря тому, что в конце XX века финансовые рынки были достаточно неустойчивыми и характеризовались высокой степенью неопределенности, вследствие чего происходили резкие колебания процентных ставок, а также валютных курсов. Такое поведение экономической конъюнктуры в значительной степени препятствовало разработке целесообразных финансовых стратегий. Требовалось создание определенных методов управления заемным финансированием, а также снижения кредитных рисков, в связи с чем разрабатывались новые финансовые инструменты, новые стратегии привлечения кредитных ресурсов, в частности, и на еврорыночном рынке ссудного капитала. Кроме того, благодаря либерализации перемещения капитала, а также свободной конвертируемости валют развитых стран, был запущен процесс постепенного объединения внутренних рынков ссудного капитала. Увеличивались международные потоки капитала, привлекались все новые и новые экономические субъекты в качестве кредиторов и заемщиков для участия на еврорыночном рынке, совершенствовались информационные и коммуникационные системы, что способствовало снижению затрат по осуществлению привлечения или же предоставления финансовых средств на еврорыночном рынке и т.д.

Следует заметить, что в последнее десятилетие динамика еврорыночного рынка ссудного капитала характеризовалась устойчивым ростом объемов и масштабов операций по привлечению финансовых ресурсов банками, компаниями, а также другими экономическими субъектами различных стран. Однако вследствие недавно произошедших мировых финансовых потрясений значительно ужесточились условия привлечения финансовых ресурсов на мировом и еврорыночном рынке ссудного капитала. В частности, возросла стоимость заимствования - процентные ставки по кредитам, ценным бумагам, - что отпугнуло значительное количество заемщиков. На сегодняшний день экономические субъекты многих стран в значительной степени остаются зависимыми от внешних заимствований, которые несут с собой как позитивные, так и негативные моменты для экономики той или иной страны. Подобные заимствования могут являться необходимыми как средства рефинансирования полученных ранее кредитов и займов, финансирования производственного сектора, стимулирования экономического роста и развития экономики страны в целом.

Еврорыночный рынок ссудного капитала все же является таким сегментом мирового рынка ссудного капитала, который способен предложить возможности

осуществления кредитных и заемных операций на более выгодных условиях в сравнении с национальными финансовыми рынками. А данная характеристика рынка является далеко не второстепенной даже в кризисных условиях, ведь немаловажным фактором роста объемов финансовых операций на евровалютном рынке является желание многих экономических субъектов осуществлять привлечение кредитных ресурсов на более выгодных и надежных условиях, включая и устойчивость валюты, в которой осуществляется та или иная операция. Кроме того, внутренние рынки ссудного капитала различных стран характеризуются различным уровнем политической, социальной и экономической неопределенности и нестабильности, что влечет за собой желание многих экономических субъектов уклоняться от обременительного национального регулирования, скрывать происхождение финансовых средств и т.д. Подобные интересы экономических субъектов тех или иных стран могут быть удовлетворены путем использования определенных финансовых инструментов и различных способов привлечения финансовых ресурсов на евровалютном рынке ссудного капитала.

1.3 Основные инструменты привлечения международного финансирования на евровалютном рынке ссудного капитала.

Как уже было упомянуто выше, на международном рынке ссудного капитала преобладают операции в евровалютах, вследствие чего евровалютный рынок часто отождествляют с международным. Поэтому (а также в связи с отсутствием более полных постранных статистических публикаций по операциям в евровалютах) охарактеризовать рынок как синдицированных еврокредитов, так и еврооблигационных займов можно, по мнению автора, на основе данных о рынке международных синдицированных кредитов и долговых ценных бумаг, в частности, предоставленных новейшими отчетами Международного валютного фонда (МВФ) и Банка международных расчетов (БМР).

1.3.1 Банковские синдицированные еврокредиты.

Предоставление финансирования при помощи синдицированных кредитов обладает рядом уникальных преимуществ. Это, во-первых, способность банков аккумулировать средства в целях финансирования крупного заемщика. Во-вторых, возможность распределять риски между участниками создаваемого синдиката банков, тем самым, избегая их чрезмерной концентрации. В-третьих, при помощи системы синдицированного кредитования для заемщика значительно упрощается процедура привлечения крупных ресурсов, в частности на рынке синдицированных еврокредитов, включая установление более либеральных условий, касающихся процентных ставок по

кредитам, а также сроков их погашения. И, наконец, в-четвертых, синдикация кредитов позволяет банкам путем взаимодействия с другими кредитно-финансовыми организациями на международной арене улучшать собственную репутацию и повышать доверие со стороны партнеров на внешнем и внутреннем рынках, а также способствует расширению круга возможных клиентов. Кроме того, принципы синдицированного кредитования применимы и в других областях кредитования, в частности – в проектном финансировании, что позволяет экономическим субъектам расширять поле своих функций и возможностей, повышать квалификацию в сфере кредитно-финансовой деятельности.

Если рассматривать период с 1995 по 1997 гг. (таблица 5), то можно проследить тенденцию к расширению масштабов международного синдицированного кредитования (преимущественно это еврокредитование) в мировой экономике.

Таблица 5.

**Объявленные международные синдицированные кредиты стран-заемщиков в 1995-2002 гг.,
(млрд долл. (США)).**

Страны-заемщики	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Все страны	703,3	839,3	1080,6	905,3	1025,8	1464,9	1388,8	1299,7
Развитые страны	610,6	732,2	904,8	820,1	960,6	1328,5	1280,1	1202,4
В том числе:								
США	393,1	490,8	616,5	577,3	624,9	805,9	855,9	743,2
Япония	4,7	9,5	9,0	12,9	15,4	21,7	26,0	19,5
Германия	13,3	8,6	13,8	13,4	47,4	42,2	35,8	85,4
Франция	20,5	23,3	39,1	19,5	33,7	74,1	50,0	65,6
Италия	15,5	5,8	10,0	6,2	15,9	35,2	35,9	22,7
Великобритания	55,4	66,3	97,7	78,2	92,9	125,3	100,5	105,1
Канада	24,2	25,7	38,3	41,6	23,3	38,4	40,6	35,3

Источник: составлено автором по данным IMF Global Financial Stability Report. Statistical Appendix // International Monetary Fund. – September, 2003. – P. 142. Систем. требования: Foxit Reader. URL: <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2003/02/pdf/statappx.pdf> (дата обращения: 01.03.2010 г.).

По данным на 1997 г. сумма международных синдицированных кредитов превысила 1 трлн долл. (США), увеличившись в сравнении с 1992 г. в 5,6 раза, чему способствовал высокий спрос небанковских учреждений на финансирование слияний и поглощений компаний в Европе и США.³⁹ Валютно-финансовый кризис 1997-1998 гг. способствовал снижению объема международного синдицированного кредитования на 16,2%. Начиная с 1999 г. происходит постепенная «реанимация» рынка синдицированных кредитов, прирост которых в 1999 г. составил 13,3% к предыдущему году. В 2000 г. объем синдикаций увеличился еще на 42,8%, их сумма составила 1464,9 млрд долл. (США) благодаря высокому спросу со стороны телекоммуникационного сектора,

³⁹ Федякина Л.Н. Международные финансы. С. 198.

синдицированные кредиты которому утроились и составили 256 млрд долл. (США).⁴⁰ Наиболее крупными заемщиками в мире за рассматриваемый период времени являлись развитые страны, доля которых в совокупном объеме кредитования увеличилась с 52% в 1970-х гг. до 90% и выше в конце 1990-х и начале 2000-х гг. Данные страны явились получателями 6,2 трлн долл. (США) в качестве международных синдицированных кредитов за 1992-2000 гг., общая сумма которых в мировой экономике составила 7 трлн долл. (США). В частности, США, лидирующие на рынке синдицированных еврокредитов, за 1990-е гг. получили 60% от общей суммы выданных кредитов. За ними следует Великобритания с 8% полученных кредитов от общей выданной суммы.⁴¹

Если рассматривать период с 2003 по 2009 гг. (таблица 6), то можно проследить достаточно неоднозначную динамику международных синдицированных кредитов по странам-заемщикам.

Таблица 6.

**Объявленные международные синдицированные кредиты стран-заемщиков в 2003-2009 гг.,
(млрд долл. (США)).**

Страны-заемщики	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Все страны	1241,4	1346,8	1725,1	2064,0	2770,0	1471,0	998,1
Развитые страны	1131,2	1192,6	1490,0	1722,3	2256,6	1100,2	772,4
В том числе:							
США	606,4	643,1	700,7	778,3	1070,3	427,2	253,3
Япония	18,2	31,9	27,6	52,0	75,5	46,8	40,9
Германия	97,6	87,2	84,3	133,0	126,4	48,7	74,7
Франция	65,2	67,9	112,5	101,1	167,5	76,4	35,2
Италия	46,1	21,3	40,8	38,9	36,5	23,5	28,7
Великобритания	103,9	123,7	158,3	189,4	240,8	123,3	61,6
Канада	30,2	22,0	40,2	61,5	78,5	40,7	33,2

Источник: составлено автором по данным IMF Global Financial Stability Report. Statistical Appendix // International Monetary Fund. – October, 2008. – P. 180. Интернет-сайт Международного валютного фонда International Monetary Fund. Систем. требования: Foxit Reader. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2008/02/pdf/statappx.pdf> (дата обращения: 10.09.2011 г.); IMF Global Financial Stability Report. Statistical Appendix // International Monetary Fund. – October, 2009. – P. 182. Интернет-сайт Международного валютного фонда International Monetary Fund. Систем. требования: Foxit Reader. URL: <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2009/02/pdf/statappx.pdf> (дата обращения: 10.09.2011 г.); IMF Global Financial Stability Report. Statistical Appendix // International Monetary Fund. – October, 2010. – P. 18. Интернет-сайт Международного валютного фонда International Monetary Fund. Систем. требования: Foxit Reader. URL: <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2010/02/pdf/statappx.pdf> (дата обращения: 10.09.2011 г.).

Следует заметить, что объемы привлечения кредитных ресурсов к 2007 г. возросли в 2,23 раза по сравнению с 2003 г. и превысили величину 2 трлн долл. (США). Наиболее крупными заемщиками в мире продолжают оставаться развитые страны, лидируют среди

⁴⁰ Федеякина Л.Н. Международные финансы. С. 199.

⁴¹ Там же.

которых США, чья доля в мировом объеме трансграничного синдицированного кредитования составляла в 2007 г. 38,6%. Второе место среди развитых стран-заемщиков несомненно занимает Великобритания, объем заимствований которой к 2007 г. составил 8,7% в общемировом объеме. Третье и четвертое место с переменным успехом делят Германия и Франция.

Интересно то, что даже в условиях мирового финансового кризиса многие страны остаются зависимыми от внешних займов и вынуждены привлекать новые кредиты для погашения предыдущих. Вследствие мирового финансового кризиса динамика привлечения кредитных ресурсов при помощи синдицированных займов в период с 2007 по 2009 гг. продемонстрировала снижение на 64% в целом по всем странам. Как следует из приведенных данных, объем привлечения синдицированных займов среди развитых стран в 2009 г. снизился по сравнению с 2007 г. на 65,8%. Согласно статистическим данным Банка международных расчетов, к 2010 и 2011 гг. рынок международных синдицированных кредитов миновал кризисный период, снова набрал обороты и составил 1723,7 млрд долл. (США) и 2492,2 млрд долл. (США) соответственно (таблица 7). Однако с учетом наступления второго этапа мирового финансового кризиса к 2012 г. на рынке международных синдицированных кредитов по странам-заемщикам вновь наметилась тенденция к сокращению объемов привлечения кредитных ресурсов.

Таблица 7.

**Объявленные международные синдицированные кредиты стран-заемщиков в 2010-2012 гг.,
(млрд долл. (США)).**

Страны-заемщики	2010	2011	2012
Все страны	1723,7	2492,2	1840,5
Развитые страны	1398,8	2081,8	1525,4
В том числе:			
США	596,5	1054,3	859,9
Япония	39,1	55,9	60,3
Германия	88,6	100,5	60,4
Франция	108,6	172,9	57,4
Италия	41,8	32,2	28,7
Великобритания	125,3	153,6	87,5
Канада	55,7	71,6	58,4

Источник: составлено автором по данным BIS Quarterly Review. Statistical Annex // Bank for International Settlements. – September, 2013. – P. A110. Интернет-сайт Банка международных расчетов Bank for International Settlements. Систем. требования: Foxit Reader. URL: http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa1309.pdf (дата обращения: 25.11.2013 г.).

Помимо развитых стран синдицированное еврокредитование также является довольно распространенным среди стран с формирующимся рынком. В целом такие страны по степени привлекательности синдицированного кредитования можно

подразделить на 5 агрегированных регионов: Африка, Азия, Европа, Ближний Восток и Центрально Азиатский Регион, Латинская Америка (см. приложение 3, таблица 1). Исходя из представленных данных объем привлеченных международных синдицированных кредитов стран с формирующимся рынком в общем мировом объеме за период с 2002 г. по 2007 г. вырос с 6,35 до 11,83% и превысил 300 млрд долл. (США). Такая положительная динамика может быть обусловлена, в частности, более высокой доходностью по кредитам, предоставляемым данным странам, вследствие более высоких рисков их национальных финансовых рынков. На 2007 г. наиболее активным заемщиком на международном рынке ссудного капитала являлись страны Азиатского региона с их долей в общемировом объеме в 5,42%. За лидером следует Европейский регион, страны Ближнего Востока и Центральной Азии, а также Латинской Америки. Наконец, наименее активную динамику объемов привлечения синдицированных кредитов демонстрируют Африканские страны, что объясняется рядом негативных явлений, происходящих на данном континенте. В их числе – прогрессирующая экологическая катастрофа, перманентные военные перевороты, установление диктаторских режимов и т.д. Объемы синдицированных международных кредитов в 2007 г. в сравнении с предыдущим годом продемонстрировали рост по всем регионам стран с формирующимся рынком, однако вследствие мирового финансового кризиса уже к 2009 г. по данным Банка международных расчетов можно было наблюдать тренд на снижение объемов международных синдицированных кредитов как в странах с формирующимся рынком, так и в мировой экономике в совокупности.

В целом по категории стран с формирующимся рынком объем привлечения финансовых ресурсов при помощи международных синдицированных кредитов достиг своего максимума к 2011 г. и составил 343,2 млрд долл. (США) (таблица 8), превысив уровень 2007 г. Лидерами среди стран-заемщиков на международном рынке ссудного капитала снова явились страны Азиатско-тихоокеанского региона с долей в общемировом объеме 5,69%, которые сохранили свои позиции и на фоне некоторого снижения объемов международного синдицированного кредитования в 2012 г.

Таблица 8.

Динамика привлеченных международных синдицированных кредитов в странах с формирующимся рынком за 2010-2012 гг., (млрд долл. (США)).

Регионы	2010	2011	2012
Все страны	267,6	343,2	276,0
в % к мировому объему	15,52%	13,77%	15,00%
Африка и Ближний Восток	63,5	62,3	50,7
в % к мировому объему	3,68%	2,50%	2,75%
Азиатско-тихоокеанский регион	113,5	141,9	121,6

в % к мировому объему	6,58%	5,69%	6,61%
Европа	56,1	91,8	65,6
в % к мировому объему	3,25%	3,68%	3,56%
Латинская Америка и Карибский бассейн	34,5	47,3	38,1
в % к мировому объему	2,00%	1,90%	2,07%
Мировой объем	1723,7	2492,2	1840,5

Источник: составлено и рассчитано автором по данным BIS Quarterly Review. Statistical Annex // Bank for International Settlements. – September, 2013. – P. A110. Интернет-сайт Банка международных расчетов Bank for International Settlements. Систем. требования: Foxit Reader. URL: http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa1309.pdf (дата обращения: 25.11.2013 г.).

1.3.2 Международные долговые ценные бумаги.

На сегодняшний день одним из крупных и перспективных рынков долговых ценных бумаг, используемых в целях привлечения международного финансирования и заемного капитала для экономических субъектов является рынок еврооблигаций. В качестве специфических черт рынка данных долговых ценных бумаг можно выделить следующие:

1) рынок еврооблигаций, как правило, является более ликвидным в сравнении с другими «международно-ориентированными рынками»⁴², что влечет за собой привлечение в большом объеме инвесторов и заемщиков;

2) рынок еврооблигаций позволяет размещать большие объемы долговых ценных бумаг, обладает высокой степенью валютной эластичности и является многовалютным;

3) доходы на рынке еврооблигаций выплачиваются их владельцам, как правило, без удержания налогов;

4) на рынке еврооблигаций существует возможность получить спекулятивную прибыль путем выгодного конвертирования поступления от заимствования в другие валюты или перевода обязательств в другие процентные ставки.

5) рынок еврооблигаций не является подотчетным какой-либо определенной стране и соответственно в полной мере не регулируется национальным законодательством той или иной страны;

6) рынок еврооблигаций является во многих случаях анонимным, ценные бумаги - на предъявителя;⁴³

7) применительно к рынку еврооблигаций действует Директива Комиссии ЕС о листинге⁴⁴, согласно которой данные ценные бумаги проходят его упрощенную

⁴² Федякина Л.Н. Международные финансы. С. 218.

⁴³ Там же.

⁴⁴ Directive 2001/34/EC of European Parliament and of the Council of 28 May 2001 on the admission of the securities to official stock exchange listing and on information to be published on those securities.

процедуру, т.к. реализуются ограниченным количеством экономических субъектов – профессионалов в сфере вложений в ценные бумаги.

В число главных преимуществ и достоинств рынка еврооблигаций входит практически гарантированная (в обычной рыночной ситуации) успешность эмиссии данных долговых ценных бумаг. Это свойство рынка еврооблигаций объясняется тем, что их эмиссией управляют, подписывают и продают синдикаты крупнейших банков, с помощью чего достигается более выгодное размещение займа. Такой синдикат чаще всего является довольно крупным и обладает возможностями размещать и продавать еврооблигации во многих странах. Эмитентом еврооблигаций, как правило, является заемщик, широко известный международным инвесторам, и являющийся проверенным партнером в данной сфере. Рынок еврооблигаций также называют рынком привилегированных заемщиков, куда допускаются только наиболее надежные заемщики.⁴⁵

Как известно, еврооблигации являются частью глобального (мирового) рынка облигаций, включающего также иностранные и внутренние облигации. В свою очередь иностранные и еврооблигации представляют собой основные составляющие рынка международных долговых ценных бумаг, эмиссию которых осуществляют заемщики-нерезиденты. Следует отметить, что по некоторым оценкам рынок международных облигаций примерно на 4/5 представлен еврооблигациями.

Если рассмотреть в целом динамику еврооблигационного рынка за период с 1980 по 2005 гг., то можно проследить явную тенденцию неуклонного роста объемов и числа выпуска еврооблигаций (таблица 9).

Таблица 9.

Динамика еврооблигационного рынка.

Год	Объем выпуска, млн долл. (США)	Число выпусков
1980	16628,43	252
1985	126890,66	1230
1990	146119,33	1138
1995	328336,80	2697
2000	691255,19	4015
2005	896745,00	6098

Источник: Саркисянц А. Международный рынок капитала: современные тенденции и перспективы // Рынок ценных бумаг. – 2006. – №15. – С. 17.

Так, за рассматриваемый период времени объем выпуска данных долговых ценных бумаг вырос на 53,9%, тогда как число эмиссий еврооблигаций возросло на 24%.

⁴⁵ Саркисянц А. Международный рынок капитала: современные тенденции и перспективы // Рынок ценных бумаг. – 2006. – №15. – С. 15.

В числе ведущих андеррайтеров (банк-андеррайтер – первый держатель долговых ценных бумаг, обеспечивающий их распространение в дальнейшем среди инвесторов) на рынке еврооблигаций за период с 1995 по 2005 гг. можно назвать следующих: JP Morgan, Deutsche Bank, SBC Warburg DR, CSFB, Merrill Lynch, ABN AMRO, Paribas, Morgan Stanely DW, Nomura Int, Barclays Capital.⁴⁶

В целом до недавнего времени очевидной тенденцией на мировых финансовых рынках являлось увеличение значения международного рынка долговых ценных бумаг. В частности, по данным на 1995 г. сумма задолженности по международным долговым ценным бумагам составляла 2552 млрд долл. (США) (таблица 10).

Таблица 10.

Сумма задолженности по международным долговым ценным бумагам за 1995-2012 гг., (млрд долл. (США)).

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Сумма	2552,0	2939,1	3284,9	4055,6	4999,5	5875,4	7112,8	8832,1	11133,0
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010*	2011*	2012*
Сумма	13271,0	13953,0	17557,0	21599,4	22717,1	26078,5	27702,5	21022,8	21919,0

Источник: составлено автором по данным IMF Global Financial Stability Report. Statistical Appendix // International Monetary Fund. – September, 2003. – P. 142. Интернет-сайт Международного валютного фонда International Monetary Fund. Систем. требования: Foxit Reader. URL: <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2003/02/pdf/statappx.pdf> (дата обращения: 05.12.2013 г.); IMF Global Financial Stability Report. Statistical Appendix // International Monetary Fund. – October, 2008. – P. 180. Интернет-сайт Международного валютного фонда International Monetary Fund. Систем. требования: Foxit Reader. URL: <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2008/02/pdf/statappx.pdf> (дата обращения: 05.12.2013 г.); IMF Global Financial Stability Report. Statistical Appendix // International Monetary Fund. – October 2010. – P. 18. Интернет-сайт Международного валютного фонда International Monetary Fund. Систем. требования: Foxit Reader. URL: <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2010/02/pdf/statappx.pdf> (дата обращения: 05.12.2013 г.); BIS Quarterly Review [*данные на декабрь соответствующего года]. Statistical Annex // Bank for International Settlements. – September, 2012. – P. A114. Интернет-сайт Банка международных расчетов Bank for International Settlements. Систем. требования: Foxit Reader. URL: http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa1209.pdf (дата обращения: 05.12.2013 г.); BIS Quarterly Review [*данные на декабрь соответствующего года]. Statistical Annex // Bank for International Settlements. – September, 2013. – P. A118. Интернет-сайт Банка международных расчетов Bank for International Settlements. Систем. требования: Foxit Reader. URL: http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa1309.pdf (дата обращения: 05.12.2013 г.).

В 2009 г. данная сумма увеличилась более чем в 10 раз, составив при этом 26078,5 млрд долл. (США) или 28,32% в общем объеме рынка долговых ценных бумаг.⁴⁷ Тем не менее в период с 2010 по 2011 гг. с учетом последствий кризисных явлений в мировой экономике наблюдалось некоторое сокращение задолженности по международным долговым ценным бумагам.

⁴⁶ Саркисянц А. Международный рынок капитала: современные тенденции и перспективы. С. 15.

⁴⁷ Рассчитано автором по данным IMF Global Financial Stability Report. Statistical Appendix // International Monetary Fund. – October, 2010. – P. 18-19. Интернет-сайт Международного валютного фонда International Monetary Fund. Систем. требования: Foxit Reader. URL: <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2010/02/pdf/statappx.pdf> (дата обращения: 15.04.2011 г.).

Согласно данным таблицы 11 на конец 2007, а также и 2008 гг. наибольшую долю в качестве эмитентов на рынке международных долговых ценных бумаг занимали финансовые институты – 86,4% и 80,7% соответственно.

Таблица 11.

Чистый выпуск и структура международного рынка долговых ценных бумаг по заемщикам, (млрд долл. (США)).

	Всего		Государство		Финансовые институты		Нефинансовые Корпорации	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008
Все страны	2983,1 100%	2430,8 100%	88,0 2,95%	102,6 4,22%	2578,0 86,40%	1961,7 80,70%	279,4 9,37%	309,4 12,73%
Развитые страны	2767,5 92,77%	2340,8 96,20%	78,2 2,62%	108,8 4,48%	2446,5 82,01%	1932,1 79,48%	242,7 8,14%	299,9 12,30%
Страны с формирующимся рынком	156,5 5,25%	27,1 1,11%	9,4 0,30%	-5,4	113,7 3,81%	23,6 0,97%	33,3 1,12%	8,8 0,36%
Оффшорные центры	21,5 0,70%	5,8 0,20%	0,4 0,01%	-0,8	1,8 0,06%	5,9 0,24%	3,3 0,11%	0,7 0,03%
Международные Организации	37,7 1,30%	57,1 2,40%	-	-	-	-	-	-

Источник: составлено автором по данным BIS Quarterly Review. Statistical Annex // Bank for International Settlements. – March, 2009. – P. A86 – A89. Интернет-сайт Банка международных расчетов Bank for International Settlements. Систем. требования: Foxit Reader. URL: http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa0903.pdf (дата обращения: 05.08.2009 г.).

Следует заметить, что в сравнении с финансовыми институтами эмиссии нефинансовых корпораций на конец 2007 г. составляли довольно незначительную долю всех выпусков – 9,4%, однако к концу 2008 г. объем эмиссий долговых ценных бумаг корпоративным сектором мировой экономики несколько увеличился и составил 12,7% в основном за счет роста выпусков, организованных эмитентами развитых стран. В странах с формирующимся рынком, оффшорных центрах, а также относительно международных организаций можно наблюдать понижающую тенденцию эмиссий в рассматриваемый период времени. Вследствие того, что основной удар мирового финансового кризиса пришелся как раз на финансовый сектор, финансовые компании и банки несколько сократили объемы выпусков международных долговых ценных бумаг по всему миру – на 5,7%. Мировой объем выпуска таких бумаг государством продемонстрировал рост на 1,3% за рассматриваемый период времени, произошедший в основном за счет развитых стран. Такая динамика могла быть обусловлена, к примеру, переориентацией многих экономических субъектов на менее рискованные финансовые инструменты в связи с кризисными явлениями в мировой экономике. В странах с формирующимся рынком, как и в оффшорных центрах на конец 2008 г. погашение государственных долговых ценных бумаг превышало объем новых эмиссий. В целом к концу 2008 г. по сравнению с 2007 г.

мировой объем выпуска международных долговых ценных бумаг снизился на 18,5%. Кроме того, по данным квартального отчета Банка международных расчетов, за второй, третий и четвертый кварталы 2008 г. объем выпуска международных долговых ценных бумаг составлял 1166,2 млрд долл. (США), 223,5 млрд долл. (США) и 512,7 млрд долл. (США) соответственно. Таким образом, можно отметить, что следующая волна мирового финансового кризиса, приходящаяся на вторую половину 2008 г. значительно снизила объем мирового выпуска данных долговых ценных бумаг. Тем не менее уже к четвертому кварталу 2008 г. объем эмиссий начал набирать обороты.⁴⁸

В период с конца 2009 по конец 2010 года лидерами привлечения международных финансовых ресурсов при помощи долговых ценных бумаг по-прежнему являлись финансовые институты, однако уже на конец 2011 года ведущие позиции по данному параметру занял корпоративный сектор с долей в 43% от чистого выпуска (см. приложение 4, таблица 1). Тем не менее, несмотря на продолжающуюся тенденцию к снижению чистого выпуска международных долговых ценных бумаг за рассматриваемый период времени, связанную с новой волной мирового финансового кризиса, следует заметить, что среди заемщиков страны с формирующимся рынком демонстрируют увеличение данного показателя главным образом за счет роста активности как финансовых институтов, так и нефинансовых корпораций данной группы стран на рынке международных заимствований. Так, чистый выпуск долговых ценных бумаг финансовых институтов и нефинансовых корпораций стран с формирующимся рынком с конца 2009 года по конец 2011 года возрос в 2,7 и 1,6 раза соответственно (см. приложение 4, таблица 1).

Следует заметить, что в декабре 2012 г. Банком международных расчетов была опубликована новая методика сбора данных по международным финансовым рынкам, согласно которой структура международного рынка долговых ценных бумаг предстала в обновленной классификации (см. приложение 4, таблица 2), а именно если ранее данные о выпусках долговых ценных бумаг, осуществленных центральными банками, относились к государственному сектору, то в настоящее время они группируются с небанковскими финансовыми корпорациями. Кроме того, Банк международных расчетов изменил критерии отнесения той или иной долговой ценной бумаги к международным выпускам. В частности, ранее долговая ценная бумага считалась международной, если она размещалась среди международных инвесторов, куда также включались и долговые ценные бумаги, выпущенные резидентами на внутренних финансовых рынках, но

⁴⁸ BIS Quarterly Review. Statistical Annex // Bank for International Settlements. – March, 2009. – P. A86. Интернет-сайт Банка международных расчетов Bank for International Settlements. Систем. требования: Foxit Reader. URL: http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa0903.pdf (дата обращения: 05.08.2009 г.).

нацеленные на инвесторов за рубежом. К внутренним долговым ценным бумагам относились местные выпуски, выраженные в местной валюте и размещенные среди местных инвесторов. Однако в то же время долговые ценные бумаги, выпущенные на внутреннем рынке его резидентами, считались нацеленными на международных инвесторов, если выпуски осуществлялись в иностранной валюте или при помощи синдиката, который включал хотя бы один зарубежный банк, в результате чего возникала проблема частичного совпадения и двойного учета данных. В настоящее время согласно новой методике учета основным критерием считается не база инвесторов, а рынок, на котором долговая ценная бумага была впервые выпущена. Таким образом, к международным долговым ценным бумагам относятся бумаги, выпущенные нерезидентами как на внутренних, так и на зарубежных финансовых рынках (issued by non-residents in all markets), а к внутренним – долговые ценные бумаги, выпущенные резидентами на внутренних финансовых рынках (issued by residents in their local market).⁴⁹ В результате введенных новшеств можно наблюдать значительное сокращение чистых выпусков международных долговых ценных бумаг за 2011 г. (см., приложение 4, таблицы 2 и 4) в сравнении с данными, предоставленными ранее (см. приложение 4, таблицы 1 и 3).

На 2012 г. наибольшую долю эмиссий в 55,1% демонстрируют страны с формирующимся рынком, где на долю банковского и государственного секторов приходится 19,8% и 11,6% соответственно, тогда как для развитых стран по данным категориям характерна отрицательная динамика чистых выпусков международных долговых ценных бумаг. Активно осуществляют эмиссии заемщики оффшорных центров, где чистый выпуск международных долговых ценных бумаг за 2012 г. составил 61,7 млрд долл. (США), увеличившись в сравнении с 2011 г. в 11,4 раза. При этом основная доля всех выпусков принадлежит сектору оффшорных небанковских финансовых корпораций и составляет 39,3 млрд долл. (США). По данным на 2012 г. значительная доля в 41,03% чистого выпуска долговых ценных бумаг всех стран приходится на международные организации (см. приложение 4, таблица 2).

Если говорить о лидерах эмитентов международных долговых ценных бумаг среди развитых стран, то по данным таблицы 3 приложения 4 на конец 2007 г., а также на конец 2011 г. лидером среди эмитентов данных долговых ценных бумаг являлись экономические субъекты США с долями 34,6% и 15,9% мирового объема чистых выпусков соответственно. Второе и третье места занимали эмитенты Великобритании и Испании с

⁴⁹ Enhancements to the BIS debt securities statistics // BIS Quarterly Review. Bank for International Settlements. – December, 2012. – P. 64, 69. Интернет-сайт Банка международных расчетов Bank for International Settlements. Систем. требования: Foxit Reader. URL: http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1212h.pdf (дата обращения: 25.03.2013 г.).

долями 10,96% и 9,4% в 2007 г. и экономические субъекты Франции и Нидерландов с долями 12,7% и 10% в 2011 г. Как можно видеть из представленных данных, эмитенты большинства стран Европы, а также США и Япония значительно сократили выпуски долговых ценных бумаг за рассматриваемый период времени на международных рынках капитала, что свидетельствует о значительном влиянии мирового финансового кризиса на внешние займы стран данных регионов мира.

Согласно новой методике учета международных долговых ценных бумаг, применяемой Банком международных расчетов, за 2011-2012 гг. объем эмиссий развитых стран значительно снизился главным образом за счет отрицательной динамики выпусков США и Великобритании (см. приложение 4, таблица 4). При этом общемировой чистый выпуск международных долговых ценных бумаг в 2012 г. в сравнении с 2011 г. увеличился в 1,48 раза и составил 700,5 млрд долл. (США) благодаря странам с формирующимся рынком (см. приложение 4, таблица 2).

Следует заметить, что отрицательной динамике чистых выпусков международных долговых ценных бумаг в 2012 г. для заемщиков государственного и банковского секторов развитых стран (см. приложение 4, таблица 2), а также непосредственно таких стран, как США, Германия, Великобритания и Италия (см. приложение 4, таблица 4), способствовали негативные настроения и опасения инвесторов по поводу возможного начала новой рецессии в глобальной экономике. Все это происходило на фоне новой волны мирового финансового кризиса, включающей долговой кризис стран Еврозоны, а также финансовой системы США. Растущие объемы долгов развитых стран, низкие темпы роста экономики и возросшие риски дефолта некоторых европейских государств спровоцировали панические настроения среди инвесторов, потерю доверия к правительствам ведущих экономически развитых стран, вывод средств из рискованных вложений в наиболее безопасные активы, к примеру, в золото, цены на которое росли значительными темпами. Государственные облигации ряда европейских стран, находящихся на грани дефолта, входили в портфели многих ведущих банков мира, в связи с чем происходили снижения рейтингов банков таких стран, как США, Франция и Италия. Более того, мировые рейтинговые агентства понижали суверенные кредитные рейтинги непосредственно и самих стран. Так за 2011-2012 гг. были снижены кредитные рейтинги США (впервые с 1917 г.), Франции, Великобритании и Германии. В ноябре 2013 г. международным рейтинговым агентством Standard & Poor's был снижен высший кредитный рейтинг Нидерландов. Причиной подобной динамики рейтингов главным образом явились нерешенные вопросы снижения государственного долга, уменьшения бюджетного дефицита, а также проблема рецессии в странах зоны евро.

Если рассматривать динамику чистого выпуска долговых ценных бумаг заемщиков из стран с формирующимся рынком (см. приложение 4, таблица 5), то следует заметить, что в период с 2002 по 2007 гг. его объем вырос в 4,38 раза и превысил величину 150 млрд долл. (США). Непосредственно мировой объем чистого выпуска международных долговых ценных бумаг с 2002 по 2007 гг. вырос в 2,9 раза, составив при этом сумму более 2 трлн долл. (США).

По данным на 2007 г. наиболее активными заемщиками на рынке международных долговых ценных бумаг являлись страны с формирующимся рынком Европы и Азии, что может быть обусловлено большей рискованностью, и, как следствие, более высокими доходностями долговых ценных бумаг данных стран. В 2008 г. чистый выпуск международных долговых ценных бумаг в абсолютном выражении продемонстрировал снижение по всем группам стран с формирующимся рынком вследствие неблагоприятного воздействия мирового финансового кризиса. Однако уже за 2010 г. объем выпусков международных долговых ценных бумаг странами с формирующимся рынком составил 212,5 млрд долл. (США), превысив уровень 2007 г. в 1,4 раза (см. приложение 4, таблица 5), что свидетельствует о поддержании объемов финансирования экономик развивающихся стран путем выпуска международных долговых ценных бумаг.

В целом по данным на 2011 и 2012 гг. объем международного заимствования при помощи долговых ценных бумаг в данной группе стран составил 218,3 и 385,6 млрд долл. (США) соответственно (таблица 12).

Таблица 12.

Чистый выпуск международных долговых ценных бумаг заемщиками из стран с формирующимся рынком за 2011-2012 гг., (млрд долл. (США)).

Регионы	2011	2012
Все страны с формирующимся рынком	218,3	385,6
в % к мировому объему	46,05%	55,05%
Африка и Ближний Восток	30,4	42,9
в % к мировому объему	6,41%	6,12%
Азиатско-тихоокеанский регион	79,1	115,6
в % к мировому объему	16,68%	16,50%
Европа	32,8	121,1
в % к мировому объему	6,92%	17,29%
Латинская Америка и Карибский бассейн	76,1	106,0
в % к мировому объему	16,05%	15,13%
Мировой объем	474,1	700,5

Источник: составлено автором по данным BIS Quarterly Review. Statistical Annex // Bank for International Settlements. – September, 2013. – P. A118. Интернет-сайт Банка международных расчетов Bank for International Settlements. Систем. требования: Foxit Reader. URL: http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa1309.pdf (дата обращения: 20.12.2013 г.).

Наиболее активными заемщиками по-прежнему остаются европейские страны, объем заимствований которых значительно возрос в сравнении с 2011 г. и составил за 2012 г. 121,1 млрд долл. (США). Значительная доля выпусков принадлежит и странам Азиатско-тихоокеанского региона, а также Латинской Америки и Карибского бассейна.

По данным Банка Международных Расчетов, большую часть выпусков международных долговых ценных бумаг составляют международные облигации, а также ноты (за исключением краткосрочных нот). При этом основная доля чистых выпусков данных долговых финансовых инструментов к 2012 г. сосредоточилась среди заемщиков стран с формирующимся рынком, а также международных организаций (таблица 13).

Таблица 13

Чистый выпуск международных облигаций и нот (кроме краткосрочных) за 2000-2012 гг., (млрд долл. (США)).

Регионы	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Все страны	1085,6	1427,7	1009,7	1397,0	1543,2	1805,6
Развитые страны	1008,7	1333,7	944,5	1293,3	1426,1	1672,6
Страны с формирующимся рынком	39,2	49,4	36,5	65,0	75,0	78,4
Оффшорные центры	16,0	26,8	7,7	16,2	19,4	26,9
Международные организации	21,7	17,9	21,0	22,6	22,8	27,7
	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Все страны	2599,5	2783,3	2343,3	2576,4	1501,1	1218,1
Развитые страны	2437,1	2577,8	2252,0	2308,1	1183,1	835,5
Страны с формирующимся рынком	131,4	153,2	28,8	132,7	214,4	216,7
Оффшорные центры	22,7	20,3	7,4	22,1	13,5	-0,8
Международные организации	8,2	32,0	55,0	113,5	90,2	166,7
	2011*	2012*				
Все страны	432,2	680,2				
Развитые страны	60,1	-19,7				
Страны с формирующимся рынком	206,3	355,4				
Оффшорные центры	-1,3	55,2				
Международные организации	167,1	289,3				

Источник: составлено автором по данным BIS Quarterly Review. Statistical Annex // Bank for International Settlements. – 2001-2013. Интернет-сайт Банка международных расчетов Bank for International Settlements. Систем. требования: Foxit Reader. URL: http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1312.htm (дата обращения: 24.12.2013 г.). *согласно новой методике учета международных долговых ценных бумаг.

1.3.2.1 Связанные кредитные ноты.

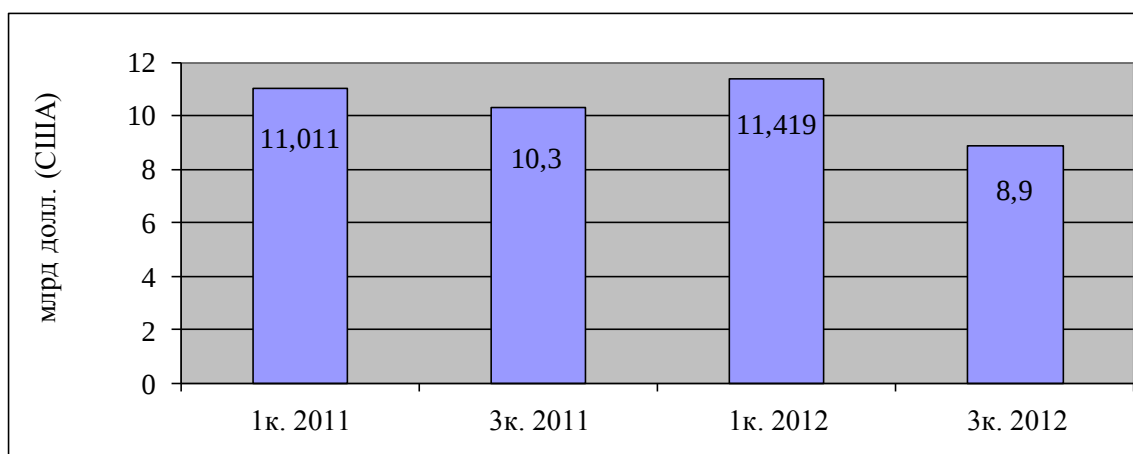
На рынке международных облигационных займов распространены и другие долговые ценные бумаги, в том числе и связанные кредитные ноты, используемые экономическими субъектами в качестве инструмента международного долгового финансирования.

По данным агентства Bloomberg, являющегося одним из ведущих поставщиков финансовой информации для профессиональных участников финансовых рынков,

мировой рынок связанных кредитных нот по итогам первого квартала 2012 г. достиг объема в 11419 млн долл. (США), увеличившись в сравнении с первым кварталом 2011 г. на 3,7 % (рисунок 7). Тем не менее под влиянием второй волны мирового финансового кризиса за третий квартал 2012 г. объем рынка связанных кредитных нот составил 8900 млн долл. (США), уменьшившись в сравнении с третьим кварталом 2011 г. на 13,6%.

Рисунок 7.

Мировой объем рынка связанных кредитных нот, млрд долл. (США).



Источник: составлено автором по данным аналитического отчета Global Structured Notes League Tables. Credit Linked Notes Issuance // Bloomberg Finance L.P. – Q1 2012. – P. 1; Global Structured Notes League Tables. Credit Linked Notes Issuance // Bloomberg Finance L.P. – 1st 3Qrts 2012. – P. 1. Интернет-сайт информационного агентства Bloomberg Finance L.P. Систем. требования: Foxit Reader. URL: <http://about.bloomberg.com/pdf/gsn.pdf> (дата обращения: 25.03.2013 г.).

Наибольшую долю в 21,4% среди андеррайтеров по мировому объему выпусков CLN на первый квартал 2012 г. продемонстрировал DZ Bank AG, за которым следуют UBS и Landesbank Baden – Wuerttemberg с долями в 14,6% и 14,4% соответственно (см. приложение 5, таблица 1). Причем крупнейшая сделка банка UBS с использованием связанных кредитных нот была эквивалентна 785 млн долл. (США).⁵⁰ Тройка лидеров среди андеррайтеров по количеству выпусков связанных кредитных нот включала UBS с итоговым объемом в 117 выпусков, Barclays с числом в 55 выпусков, и, наконец, Bank of America Merrill Lynch с 44 выпусками CLN.

По совокупным данным трех кварталов 2012 г. лидерами среди андеррайтеров по объему выпусков CLN явились DZ Bank AG, UBS, а также Bank Vontobel AG с долей рынка в 23,7%, 10,9% и 7,5% соответственно (см. приложение 5, таблица 2). Объем рынка связанных кредитных нот за три квартала 2012 г. составил 31646 млн долл. (США), снизившись в сравнении с первыми тремя кварталами 2011 г. на 3,4%. Общее количество сделок за первые три квартала 2012 г. составило 1998 транзакций. По количеству

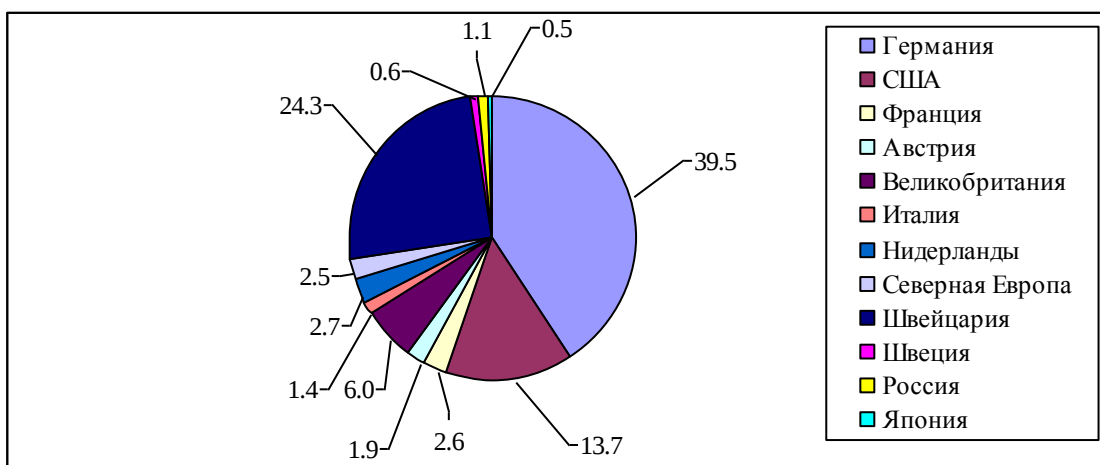
⁵⁰ Global Structured Notes League Tables. Credit Linked Notes Issuance // Bloomberg Finance L.P. – Q1 2012. – P. 1.

выпусков связанных кредитных нот лидирующие позиции занимают UBS с итоговым объемом в 370 выпусков, Barclays с числом в 124 выпуска и DZ Bank AG с 120 выпусками CLN.

На первый квартал 2012 г. наибольшую долю в 39,5% выпусков связанных кредитных нот среди основных андеррайтеров занимали финансовые институты Германии, на втором и третьем местах банки Швейцарии и США с долями 24,3 % и 13,7% соответственно (рисунок 8). Подавляющее большинство данных участников финансовых сделок с использованием CLN за рассматриваемый период времени представляло западные страны, в основном европейские (см. приложение 5, таблица 3). Тем не менее российские финансовые институты также принимали участие в подобных сделках. Так, по данным первого квартала 2012 г., в роли андеррайтера с долей в 1,1% в мировом объеме выпусков связанных кредитных нот, обогнав при этом участников из Японии с долей в 0,5 % выступил российский инвестиционный банк «ВТБ Капитал», принявший участие в шести сделках на общую сумму в 128 млн долл. (США) (рисунок 8; см. приложение 5, таблица 1). В первом квартале 2011 г. доля отечественного банка в мировом объеме сделок с использованием связанных кредитных нот составляла 0,3%.

Рисунок 8.

Резидентство основных андеррайтеров выпуска CLN (в % от общего объема организованных выпусков за первый квартал 2012 г.).



Источник: составлено автором по данным аналитического отчета Global Structured Notes League Tables // Bloomberg Finance L.P. – Q1 2012. – P. 19.

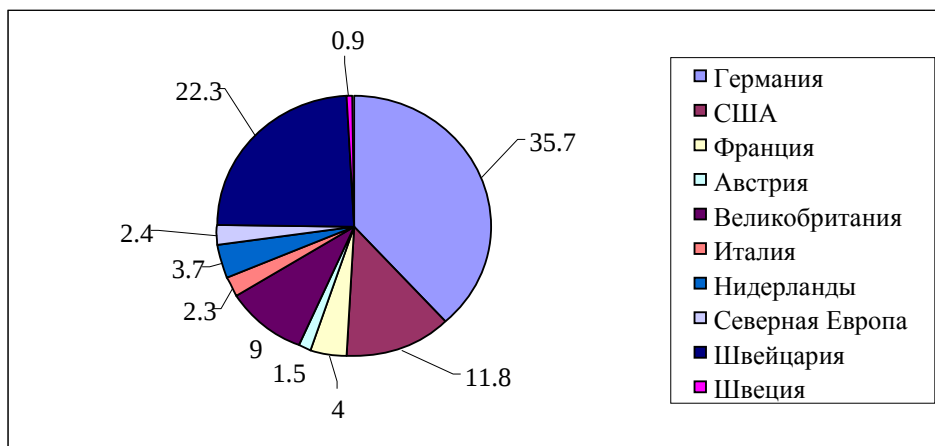
По совокупным данным первых трех кварталов 2012 г. наибольшая часть мирового рынка связанных кредитных нот по-прежнему принадлежала банкам Германии, Швейцарии и США с долями в 35,7%, 22,3% и 11,8% соответственно (рисунок 9).

Согласно представленным данным использование в международных финансовых сделках связанных кредитных нот за рассматриваемый период времени наибольшее распространение получило в сделках с участием банков Германии, Швейцарии, а также

США и Великобритании. Как известно, данные страны являются ярчайшими представителями двух ранее полярных моделей финансовых рынков в мировой экономике – континентальной и англосаксонской, где, соответственно, главенствующую роль играли банки, банковское посредничество и активно развивался фондовый рынок.

Рисунок 9.

Резидентство основных андеррайтеров выпуска CLN (в % от общего объема организованных выпусков за первые 3 квартала 2012 г.).

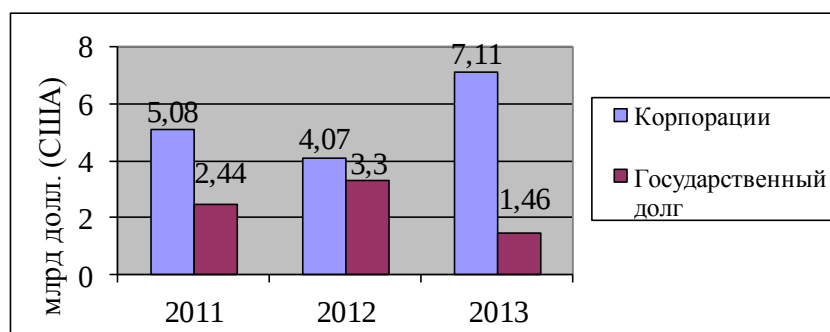


Источник: составлено автором по данным аналитического отчета Global Structured Notes League Tables // Bloomberg Finance L.P. – 1st 3Qrts 2012. – P. 21. Интернет-сайт информационного агентства Bloomberg Finance L.P. Систем. требования: Foxit Reader. URL: <http://about.bloomberg.com/pdf/gsn.pdf> (дата обращения: 20.03.2013 г.).

Следует заметить, что на сегодняшний день в условиях глобализации мировой экономики, а также интеграции институтов финансовых рынков происходит сближение данных моделей, благодаря чему можно говорить о том, что во многих странах увеличивается диверсификация функций и операций банковского сектора, в том числе и в плане использования ценных бумаг, а также развиваются фондовые рынки с активным участием банков и других экономических субъектов. Таким образом, основная доля рынка финансовых инноваций, в данном случае связанных кредитных нот, принадлежит странам, имеющим наиболее богатый опыт формирования и развития финансовых рынков и их институтов.

По данным агентства Bloomberg, основу связанных кредитных нот, выпущенных в 2013 г. за январь-март составили корпоративные долговые обязательства в размере 7,11 млрд долл. (США), государственные долговые обязательства в сумме 1,46 млрд долл. (США), тогда как в 2011 и 2012 гг. за аналогичный период времени соотношения данных видов долговых обязательств при выпусках CLN составляли 5,08 млрд долл. (США) к 2,44 млрд долл. (США) и 4,07 млрд долл. (США) к 3,30 млрд долл. (США) соответственно (рисунок 10).

Долговые обязательства связанных кредитных нот, выпущенных в первый квартал соответствующего года, (млрд долл. (США)).



Источник: составлено автором по данным аналитического отчета Structured Notes // Bloomberg Finance L.P. – March, 2013. – Р. 1. Интернет-сайт информационного агентства Bloomberg Finance L.P. Систем. требования: Foxit Reader. URL: <http://www.bloombergbriefs.com/files/stn-3-21-page1.pdf> (дата обращения: 20.07.2013 г.).

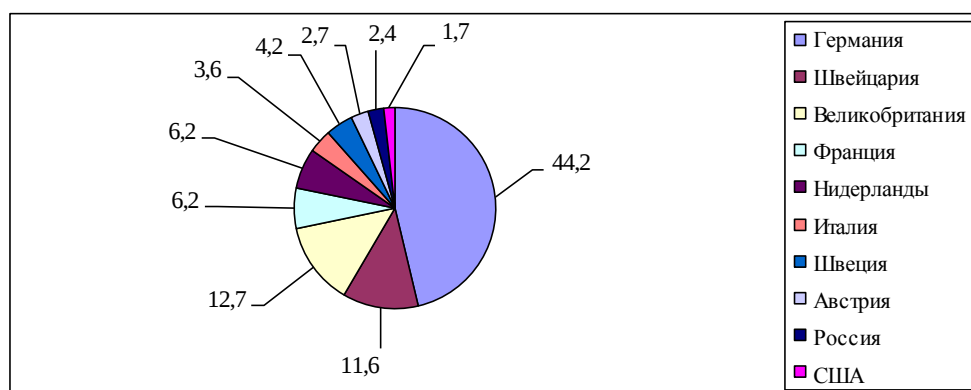
Интересен тот факт, что в 2012 г. Россия стала лидером по положительной динамике объемов выпусков CLN на основе ее суверенного и корпоративного долга. В частности, за 2012 г. рост объемов выпуска таких CLN составил 1 млрд долл. (США).⁵¹ На втором и третьем местах по положительной динамике выпусков CLN, связанных с суверенным и корпоративным долгом, находятся Великобритания и Франция с ростом на 805,1 млн долл. (США) и 781,6 млн долл. (США) соответственно в сравнении с 2011 г. Лидером по объему выпусков CLN на основе суверенного и корпоративного долга за 2012 г. является Германия (6928,3 млн долл. (США)), на втором и третьем местах – Россия (2640,2 млн долл. США) и Франция (2029,4 млн долл. (США)) (см. приложение 5, таблица 4).

Наибольшую долю рынка в 44,2% выпусков связанных кредитных нот среди основных эмитентов занимают финансовые институты Германии (рисунок 11, см. приложение 5, таблица 6). Первое место среди эмитентов по объему выпусков CLN за 2012 г. занимает DZ Bank с долей рынка в 29,1%. Доля российского банка ОАО «Банк ВТБ» за рассматриваемый период времени равняется 2,4% объема рынка эмиссий CLN и составляет 823,11 млн долл. (США) (см. приложение 5, таблица 5).

По данным агентства Bloomberg на 2013 г. лидерами среди эмитентов по объему выпусков CLN явились DZ Bank AG, LBBW (Landesbank Baden-Wuerttemberg) и Societe Generale SA с долей рынка в 36,8%, 14,9% и 8,2% соответственно (см. приложение 5, таблица 7).

⁵¹ Structured Notes // Bloomberg Brief. 2012 Review & 2013 Outlook. – January, 2013. – Р. 6. Интернет-сайт информационного агентства SlideShare. URL: <http://www.slideshare.net/fullscreen/bloombergbrief/structured-notes-2012-review/1> (дата обращения 10.09.2014 г.).

Резидентство основных эмитентов CLN (в % от общего объема организованных выпусков за 2012 г.)



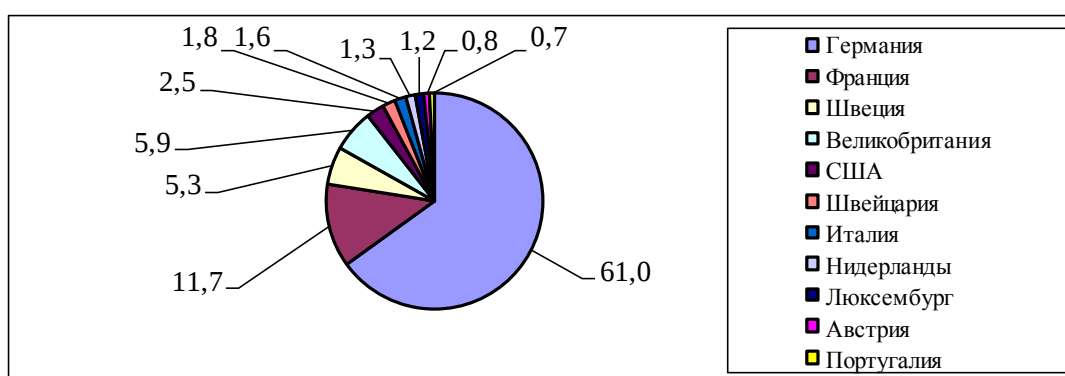
Источник: составлено автором по данным аналитического отчета Structured Notes // Bloomberg Brief. 2012 Review & 2013 Outlook. – January, 2013. – Р. 11. Интернет-сайт информационного агентства SlideShare. URL: <http://www.slideshare.net/fullscreen/bloombergbrief/structured-notes-2012-review/1> (дата обращения: 10.09.2014 г.).

Объем рынка CLN по итогам 2013 г. составил 38 млрд долл. (США), снизившись в абсолютном значении в сравнении с аналогичным показателем 2012 г. на 15%. При этом доля связанных кредитных нот в мировом объеме выпущенных нот различных видов за 2013 г. составила 53,8% рынка.⁵²

В 2013 г. наибольшую долю в 61% выпусков связанных кредитных нот среди основных эмитентов занимали финансовые институты Германии, на втором и третьем местах банки Франции и Великобритании с долями 11,7% и 5,9% соответственно (рисунок 12; см. приложение 5, таблица 8).

Рисунок 12.

Резидентство основных эмитентов CLN (в % от общего объема организованных выпусков за 2013 г.)



Источник: составлено автором по данным аналитического отчета Structured Notes // Bloomberg Brief. 2013 Year End. – September, 2014. – Р. 11. Интернет-сайт информационного портала SlideShare. URL: <http://www.slideshare.net/fullscreen/bloombergbrief/bloomberg-stn-supplement/11> (дата обращения: 10.09.2014 г.).

⁵² Structured Notes // Bloomberg Brief. 2013 Year End. – September, 2014. – Р. 5. Интернет-сайт информационного портала SlideShare. URL: <http://www.slideshare.net/fullscreen/bloombergbrief/bloomberg-stn-supplement/11> (дата обращения: 10.09.2014 г.).

В целом можно говорить о том, что на сегодняшний день география распространения связанных кредитных нот в мировой экономике является достаточно разнообразной, с каждым годом на этот рынок привлекаются все новые и новые страны и их экономические субъекты с целью осуществления финансовых операций и привлечения евровалютного финансирования.

1.4 Сравнительная характеристика связанных кредитных нот, банковских синдицированных еврокредитов и еврооблигаций как инструментов привлечения международных финансовых ресурсов.

Следует отметить, что принятие решения о выборе того или иного инструмента привлечения финансирования на международных финансовых рынках и, в частности, на евровалютном рынке ссудного капитала представляет собой достаточно трудоемкий и серьезный процесс. Помимо отслеживания, анализа и прогнозирования изменений экономической конъюнктуры мирового рынка капитала экономическим субъектам необходимо оценивать обстановку и на финансовых рынках, касающуюся, к примеру, внутренней политики регулирования и контроля движения капитала, осуществления выпусков ценных бумаг, привлечения зарубежного финансирования и т.д. с целью выявления потенциальных возможностей, преимуществ, а также ограничений использования того или иного финансового инструмента на рынках заимствований.

На сегодняшний день даже связанные кредитные ноты, рынок которых для российских заемщиков еще не является окончательно сформированным, обладают определенными преимуществами и недостатками в сравнении с более распространенными банковскими синдицированными еврокредитами, а также еврооблигациями в качестве инструментов привлечения финансирования с евровалютного рынка ссудного капитала.

Следует отметить, что вышеупомянутые инструменты являются способом предоставления доступа к международным финансам и денежным ресурсам. Кроме того, при помощи данных финансовых инструментов кредитование и предоставление займов на международных финансовых рынках становится более быстрым, а также гибким.

В целом на сегодняшний день существуют достаточно расхожие точки зрения на то, что является более эффективным и предпочтительным для кредиторов и заемщиков в плане предоставления/привлечения необходимых ресурсов на международных финансовых рынках — использование синдицированного еврокредита или же осуществление заимствования при помощи еврооблигаций или связанных кредитных нот.

Выпуск связанных кредитных нот является отличным способом для первоначального выхода на международные рынки капитала и получения финансовых

ресурсов экономическими субъектами, не имеющими возможности привлекать финансирование за счет выпуска еврооблигаций и синдицированных еврокредитов. Дело в том, что на сегодняшний день далеко не все компании и банки относятся к «первому эшелону» участников финансовых рынков и обладают высокими кредитными рейтингами, если вообще таковыми, а также наработанной базой инвесторов, партнеров по сделкам кредитования и заимствования, устойчивой финансовой репутацией. Эмиссия связанных кредитных нот предоставляет им возможность попасть в поле зрения уже зарекомендовавших себя на международных рынках капитала надежных организаторов займов, иностранных инвесторов и непосредственно самих заемщиков, а также способствует неплохому началу формирования кредитной истории на международных финансовых рынках. Кроме того, при выходе на международные рынки капитала компании и банки смогут воспользоваться более справедливыми рыночными ценами на собственные долговые обязательства и активы.

Как синдицированные еврокредиты, так и еврооблигационные займы позволяют предоставлять большие по размеру кредиты, чем на внутренних рынках. Они дают возможность получения и предоставления многовалютных займов, что делает доступным управление рисками изменения валютных курсов. Наибольший минимальный пороговый объем эмиссии - от 100 млн долл. (США) (таблица 14), в среднем – 200-300 млн долл. (США), демонстрируют еврооблигации, тогда как небольшой минимальный объем выпуска CLN - от 20 млн долл. (США) позволяет экономическим субъектам выходить на международные рынки капитала с гораздо меньшими затратами, нежели при выпуске еврооблигаций.

Таблица 14.

	Связанные кредитные ноты	Еврооблигации	Синдицированные еврокредиты
Минимальный (пороговый) объем выпуска	20-100 млн долл.	100-1000 млн долл.	от 50 млн долл. и выше

Источник: составлено автором на основе информационно-аналитических данных СМИ.

Затраты на выпуск связанных кредитных нот, как правило, меньше расходов на организацию еврооблигационного займа (таблица 15). Средние издержки на выпуск CLN составляют от 30 до 100 тыс. долл. (США), однако в условиях низкой ликвидности вторичного рынка связанных кредитных нот с учетом дополнительных затрат могут достигать 300 тыс. долл. (США). Связанные кредитные ноты не обязательно должны быть выпущены на всю сумму кредита, что предполагает возможность организации эмиссии CLN в несколько траншей, и, как следствие, более оперативного отслеживания рыночных

колебаний и конъюнктуры, выбора оптимальных сроков выхода на рынок, валюты размещения и гибкого управления займами с последующим уменьшением их стоимости. Стоимость выпуска еврооблигаций может составлять в среднем от 900 тыс. до 1,5 млн долл. (США). При этом стоимость организации синдицированного кредита в евровалюте считается достаточно низкой.

Таблица 15.

	Связанные кредитные ноты	Еврооблигации	Синдицированные еврокредиты
Средние затраты на выпуск, в том числе:	30-300 тыс. долл. (США)	900-1500 тыс. долл. (США)	Итоговая стоимость привлечения будет определяться с учетом комиссионных выплат, банковской маржи или спреда (премии за банковские услуги), а также ставки процента. Комиссия за организацию - 0,25-2% от общей суммы займа. Расходы на юридическую оценку - от 25 (необеспеченный кредит) до 100 тыс. долл. (США) (сложно-структурированная сделка). Комиссия агентам - 1-1,5 тыс. долл. на каждого. Разработка меморандума - 70 тыс. долл. (США). Маржа - 0,5-2,5%.
Стоимость услуг эмитента	до 200 тыс. долл. (США)	10-20 тыс. долл. (США)	
Юридическая оценка	30-120 тыс. долл. (США)	150-600 тыс. долл. (США)	
Услуги международных рейтинговых агентств	50 тыс. долл. (США)	100-200 тыс. долл. (США)	
Листинг	15-20 тыс. долл. (США)	10-50 тыс. долл. (США)	
Комиссия за размещение	0,3-0,7% от общего объема эмиссии	0,15-1,2% от общего объема эмиссии	
Комиссия андеррайтера	0,7% от общего объема эмиссии	0,5-0,7% от общего объема эмиссии	
Комиссия за структурирование	150 тыс. долл. (США)	-	
Услуги аудиторов	-	60-200 тыс. (США)	
Печать проспекта эмиссии	-	30-40 тыс. долл. (США)	

Примечание автора: «-» - нет данных.

Источник: составлено автором на основе информационно-аналитических данных СМИ.

По мнению многих экономистов - аналитиков, синдицированное кредитование часто оказывается дешевле выпуска еврооблигаций, т.к. в таких случаях зарубежные финансовые учреждения, участвующие в синдикате, обычно хорошо знают своих заемщиков, и те могут рассчитывать на получение финансирования по выгодным ставкам. Стоимость же еврооблигаций будет зависеть не только от финансового состояния эмитента, но и от ситуации на рынке в момент размещения долговых ценных бумаг. Тем

не менее в большинстве случаев успех выпуска еврооблигационных займов практически гарантирован (в обычных рыночных условиях), т.к. за процедуру размещения еврооблигаций несут ответственность синдикаты крупнейших инвестиционных банков. Кроме того, эмиссию еврооблигаций обычно осуществляет лишь заемщик с устоявшейся высокой репутацией и историей займов, известный инвесторам на международных финансовых рынках.

Связанные кредитные ноты могут предоставлять менее длительные сроки погашения/заимствования в сравнении с еврокредитами и особенно еврооблигациями (таблица 16). Эмиссия связанных кредитных нот может быть организована за более короткие сроки в сравнении с другими инструментами. Следует заметить, что приобретение связанных кредитных нот с достаточно небольшим сроком обращения может способствовать снижению средней срочности или дюрации валютного портфеля и, соответственно, риска невыполнения обязательств заемщиком. Сроки привлечения синдицированных еврокредитов достаточно разнообразны. Эмиссия еврооблигаций на подобных условиях позволяет привлекать так называемые длинные деньги, при помощи которых могут быть профинансированы долгосрочные экономические проекты, программы развития, а также накоплены в значительных объемах денежные средства.

Таблица 16.

	Связанные кредитные ноты	Еврооблигации	Синдицированные еврокредиты
Срок привлечения кредита/обращения ценных бумаг	18-24 мес.	3-5 лет (максимально - до 10 лет и более)	краткосрочные – 3-6 мес. среднесрочные (наиболее распространены) - от 6 мес. до 3-х лет; долгосрочные - от 3-х до 10 лет.
Срок организации кредита/выпуска	1,5-2 мес.	до 1 года	1-9 мес.

Источник: составлено автором на основе информационно-аналитических данных СМИ.

В сравнении с еврооблигационными займами синдицированный еврокредит может быть мобилизован легче и быстрее, в то время как при выпуске еврооблигаций имеются определенные сложности. В частности, к моменту выпуска еврооблигаций заемщик должен обладать сформированной благоприятной кредитной историей по международным

займам.⁵³ Данное обстоятельство может являться и преимуществом выпуска еврооблигаций, т.к. наличие кредитной истории эмитента непосредственно будет свидетельствовать о его надежности и кредитоспособности, что в некоторой степени снизит риски и увеличит доверие со стороны инвесторов по предоставлению заемщику кредитных ресурсов. Другой причиной, затягивающей процедуру выпуска еврооблигаций по сравнению с предоставлением синдицированного еврокредита, является то обстоятельство, что заемщику будет необходимо найти надежного организатора выпуска, который окажет помощь в структурировании сделки, оформлении документов, прохождении листинга на одной из европейских бирж, а также в организации самого размещения еврооблигаций. Небольшие сроки организации выпусков связанных кредитных нот способствуют оперативности осуществления сделок по кредитованию и заимствованию на международных рынках капитала, что позволяет уловить необходимые колебания рыночной конъюнктуры и извлечь максимальную выгоду из сложившихся условий на рынке.

Синдицированные еврокредиты для кредиторов являются слабо торгуемыми (низколиквидными), и от них достаточно сложно избавиться. В отличие от синдицированных еврокредитов торговля связанными кредитными нотами, как и еврооблигациями, осуществляется на вторичном рынке, однако ликвидность рынка связанных кредитных нот гораздо ниже рынка еврооблигаций. Рынок еврооблигаций является более ликвидным, а также анонимным (бумаги на предъявителя), что способствует привлечению большого числа инвесторов и заемщиков. Тем не менее рынок CLN также обладает достаточно широким кругом инвесторов. Применительно к рынку связанных кредитных нот отечественных заемщиков в среднем 70% приходится на российских и 30% на зарубежных инвесторов, тогда как на рынке российских еврооблигаций ситуация обратная. Торговля как связанных кредитных нот, так и еврооблигаций, осуществляется при помощи систем Euroclear и Clearstream, являющихся надежными международными клиринговыми системами, что способствует сокращению и минимизации операционных издержек и рисков участников сделок с данными финансовыми инструментами.

На рынках связанных кредитных нот и еврооблигаций, в отличие от рынка синдицированных еврокредитов, в полной мере не существует подотчетности каким-либо национальным ограничениям и нормам регулирования, что в определенной степени может являться преимуществом для заемщиков и кредиторов, т.к. появляется возможность

⁵³ Ревин П. Не занято // Эксперт. Сибирь. – 2005. – №38. Интернет-сайт общенационального еженедельного делового журнала «Эксперт». URL: http://expert.ru/siberia/2005/38/38si-18-01_66874/ (дата обращения: 20.11.2013 г.).

увеличить скорость выпуска и размещения долговых ценных бумаг в евровалютах, не сталкиваясь со специфическими особенностями, а зачастую, пробелами и неэффективностью национального законодательства какой-либо определенной страны, но, вместе с тем, и снижает в определенной степени эффективность экономического регулирования, осуществляемого на национальном уровне. Однако данные рынки достаточно жестко регулируются рекомендациями и правилами Ассоциации участников международного рынка капиталов ICMA (International capital market association). При организации синдицированного еврокредита одним из фундаментальных аспектов является выбор правовой системы и юрисдикции суда, где будет рассматриваться дело в случае возникновения конфликтов между участниками кредитования в евровалютах, все возможные случаи которых должны быть учтены в контракте. Кредитор, как правило, стремится утвердить систему права своей страны, что в принципе удается в отношении заемщиков из стран с формирующимся рынком, и является проблемным, если партнер – резидент развитой страны. Объективным критерием выбора юридической системы можно считать совпадение национальности права и банка-андеррайтера или же совпадение страны валюты займа и права. Практика показывает, что чаще всего сделки по привлечению ресурсов при помощи синдицированного еврокредита, еврооблигаций и связанных кредитных нот регулируются английским правом.

Как правило, организация синдицированного еврокредита происходит под залог, однако кредит может являться и необеспеченным. В качестве обеспечения обычно выступают залоговые движимого и недвижимого имущества, права требования по контрактам и другие виды обеспечения по согласованию с заемщиком. Обеспечение при организации выпуска связанных кредитных нот и еврооблигаций не требуется.

Основные кредитные риски в сделке с использованием связанных кредитных нот в отношении заемщика несут инвесторы, тогда как при организации синдицированного еврокредита и еврооблигационного займа распределение кредитных рисков происходит среди их участников, как правило, в лице банков-кредиторов, эмитентов и инвесторов.

Что касается процедуры раскрытия информации о заемщике, то при синдицированном кредитовании это происходит в том объеме, в каком это было согласовано между банками-кредиторами и самим заемщиком. Выпуск еврооблигаций предполагает более полное раскрытие информации об эмитенте (таблица 17).

Требования к сопроводительной части сделок с использованием CLN несколько лояльнее, нежели при организации выпуска евробондов. Нет обязательного требования по наличию кредитного рейтинга у компании-заемщика, как в случае организации эмиссии еврооблигаций.

Таблица 17.

	Связанные кредитные ноты	Еврооблигации	Синдицированные еврокредиты
Степень раскрытия информации	отсутствуют жесткие требования	очень высокая	как правило, определяется заемщиком в согласовании с банком-кредитором
Подготовка отчетности по международным стандартам	не требуется	требуется, желательно за 2-3 последних финансовых года	желательно
Наличие рейтинга международного рейтингового агентства	не требуется	требуется	желательно
Наличие листинга	не требуется	требуется	-
Детальная юридическая проверка заемщика	не требуется	требуется	желательно

Источник: составлено автором на основе информационно-аналитических данных СМИ.

Кроме того, экономические субъекты могут не осуществлять полного раскрытия информации о своей финансовой структуре при выпуске связанных кредитных нот и не привлекать значительное количество специалистов по оценке и анализу собственной деятельности. Другое дело, что банки и компании, действующие подобным образом, должны иметь ввиду, что иностранные инвесторы, как правило, приобретают финансовые инструменты более или менее известных и «открытых» игроков международных финансовых рынков, в связи с чем всегда существует риск неполного размещения выпуска CLN. Однако, вполне вероятно, что именно неполное раскрытие информации относительно деятельности компаний и банков, а также небольшие объемы выпуска связанных кредитных нот, и, как следствие, возможная низкая ликвидность, формируют премию по CLN, столь привлекательную для инвесторов, в сравнении с другими видами долговых ценных бумаг заемщиков, имеющих схожие параметры кредитного риска.

В целом использование представленных выше инструментов привлечения долгового международного финансирования может способствовать расширению связей кредиторов, эмитентов, а также заемщиков и инвесторов на международных финансовых рынках, сформировать их позитивный имидж и финансовую репутацию, а также получить доступ к диверсификации инструментов и источников международного кредитования и заимствования.

Выводы.

Связанные кредитные ноты представляют собой инновационный продукт рынка капитала, одной из сфер применения которого является международное долговое финансирование, осуществляемое отечественными и зарубежными компаниями и банками.

Анализ существующих в современной мировой экономике определений связанных кредитных нот позволяет выделить три основных подхода к трактовке CLN, в основе которых лежит критерий структурных элементов данного финансового инструмента. В рамках первого подхода связанные кредитные ноты понимаются как традиционные долговые ценные бумаги, обладающие номиналом и потоком платежей в виде купонных выплат, которые формируются на основе входящих в структуру CLN долговых обязательств компании или банка. Согласно второму подходу связанные кредитные ноты относят к классу деривативных инструментов с возможностью полной или частичной передачи кредитного риска инвесторам, так как помимо долговых обязательств в CLN может быть встроен определенный вид кредитного дериватива. Третий подход предполагает считать связанные кредитные ноты синтетическим структурированным финансовым инструментом – гибридом долговых обязательств и производных финансовых инструментов.

Одной из причин образования рынка связанных кредитных нот является динамичное развитие мирового и евровалютного рынков ссудного капитала, в числе наиболее весомых факторов возникновения которых можно назвать активную ограничительную политику в ведущих развитых странах в валютно-финансовой области, а впоследствии - постепенное нивелирование ограничений и барьеров на внутренних рынках на пути международного движения капитала, долгосрочные тенденции движения ссудного капитала, глобализационные и интеграционные процессы в мировой экономике, а также развитие и рост масштабов финансовых операций с ценными бумагами. Кроме того, возникновению рынка связанных кредитных нот также способствовали мировые финансовые потрясения, развитие конкуренции высокого уровня на международных финансовых рынках, поиск более эффективных и современных инструментов, способных учитывать и предоставить возможность управления большинством видов рыночных рисков, и как следствие, возникновение рынка кредитных деривативов. Благодаря глобализации финансовых рынков привлечение финансовых ресурсов становится все более доступным для большинства экономических субъектов, а именно, компаний и банков как развитых стран, так и стран с формирующимся рынком, которые на сегодняшний день принимают активное участие в качестве кредиторов и заемщиков в

трансграничном движении капитала. Данный факт способствует развитию здоровой конкуренции за более эффективное и рациональное использование финансового капитала. В качестве негативных последствий глобализации и либерализации рынков финансовых ресурсов следует отметить тот факт, что национальные финансовые рынки становятся взаимозависимыми и недостаточно устойчивыми, в результате чего негативные финансовые колебания и кризисы, возникающие на одном из рынков вследствие определенных действий экономических субъектов – резидентов, нерезидентов и участников международных финансовых центров, способны вызвать цепную реакцию и отрицательные экономические последствия различной степени тяжести для других рынков. Появление и развитие евровалютного рынка ссудного капитала, как основной сферы привлечения международных финансовых ресурсов, а также процессы либерализации и финансиализации в мировой экономике создали новые возможности финансирования для банков и компаний в той или иной стране без использования ресурсов на национальных финансовых рынках и стимулировали размещение внутренних финансовых ресурсов на международном уровне, в частности, непосредственно на евровалютном рынке, способствуя тем самым развитию международных экономических отношений в целом. В сравнении с внутренними рынками ссудного капитала на евровалютном рынке функционируют достаточно известные международные банки и другие финансовые институты, и довольно часто организатор сделки может работать с одним единственным банком, способным обеспечить надежность, безопасность и эффективность финансовой транзакции, что значительно упрощает ее процедуру и снижает издержки времени, а также излишние затраты на поиск подходящих посредников. Благодаря существованию и развитию евровалютного рынка ссудного капитала могут быть удовлетворены потребности кредиторов, заемщиков и инвесторов в оптимизации стоимостных, временных и партнерских условий привлечения международных финансовых ресурсов и осуществления других финансовых операций на международных финансовых рынках.

По мере развития рынка связанных кредитных нот совершенствуется структура сделок с использованием CLN, растет количество участников рынка данного финансового инструмента, создаются компании специального назначения, при помощи которых становится возможным конструировать сложные структурированные сделки с использованием связанных кредитных нот и комбинировать данный финансовый инструмент с различными видами кредитных деривативов. Связанные кредитные ноты как структурированные балансовые финансовые инструменты в особенности становятся привлекательными для инвесторов, которые имеют ограничения по осуществлению

вложений напрямую в кредитные деривативы или хотят диверсифицировать собственные риски, а также для их эмитентов, ищущих способ передачи кредитных рисков по собственному кредитному портфелю и для заемщиков в рамках структурирования своих долговых обязательств.

Связанные кредитные ноты используются в операциях секьюритизации активов с целью рефинансирования и привлечения необходимых финансовых ресурсов, в том числе и с международных рынков капитала. CLN как предмет синтетической секьюритизации позволяют управлять ликвидностью долговых обязательств экономических субъектов, диверсифицировать риски, реструктурировать кредитные требования (активы) банков и компаний в более гибкие финансовые инструменты и, в последующем, инвестиции. Практика использования связанных кредитных нот в операциях секьюритизации активов может быть также полезна и инвесторам, которые при помощи вложений в CLN могут получить доступ к ранее недоступным рынкам долговых ценных бумаг, в частности, и к рынку связанных кредитных нот, параметры которого позволяют получать более высокую доходность по связанным кредитным нотам в сравнении с обычными долговыми ценными бумагами.

Операции с использованием связанных кредитных нот на международных финансовых рынках осуществляются в рамках современной тенденции секьюритизации кредитных отношений, подразумевающей замещение традиционных форм привлечения необходимого финансирования посредством банковского кредита выпуском долговых ценных бумаг. В результате анализа связанных кредитных нот в системе инструментов привлечения долгового международного финансирования на мировом и евровалютном рынках ссудного капитала можно утверждать, что связанные кредитные ноты являются достойной альтернативой таким инструментам рынков капитала, как синдицированные еврокредиты и еврооблигации.

Банковское синдицированное кредитование представляет собой один из основных инструментов привлечения финансирования на мировом и евровалютном рынках ссудного капитала. Рынок синдицированных еврокредитов является достаточно распространенным как в его географическом, так и в количественном отношении, объем которого по данным на конец 2012 г. составляет порядка 1,9 трлн долл. (США). Евровалютное финансирование при помощи эмиссии долговых ценных бумаг является одним из популярных способов привлечения финансовых ресурсов, а также растущим источником кредитования и внешнего заимствования для правительственных и в особенности банковских и корпоративных структур. Это отражает развивающуюся на сегодняшний день тенденцию секьюритизации кредитных отношений. Наиболее

распространенными долговыми ценными бумагами на евровалютном рынке ссудного капитала являются еврооблигации, составляющие по некоторым оценкам 4/5 современного рынка международных долговых ценных бумаг, сумма задолженности по которому согласно данным на конец 2012 г. превышает 21 трлн долл. (США). Мировой объем выпусков связанных кредитных нот по итогам первого квартала 2012 г. достиг 11,419 млрд долл. (США), увеличившись в сравнении с первым кварталом 2011 г. на 3,7%. Под влиянием очередной волны мирового финансового кризиса мировой объем выпусков связанных кредитных нот за третий квартал 2012 г. составил 8,9 млрд долл. (США), снизившись на 13,6% в сравнении с третьим кварталом 2011 г. По итогам первых трех кварталов 2012 г. соответствующий показатель составил 31,646 млрд долл. (США), снизившись в сравнении с первыми тремя кварталами 2011 г. на 3,4%. Общее количество сделок за первые три квартала 2012 г. составило 1998 транзакций. По данным на 2013 г. мировой объем выпусков связанных кредитных нот составил 38 млрд долл. (США) или 53,8% мирового объема нот различных видов.

По данным на конец 2012 г. Россия вышла в лидеры по показателю динамики объема выпусков CLN на основе ее суверенного и корпоративного долга. При этом рост объема выпусков CLN за 2012 г. в сравнении с 2011 г. составил 1 млрд долл. (США). Кроме того, Россия заняла второе место непосредственно по показателю объема выпусков CLN на основе ее суверенного и корпоративного долга, который за 2012 г. составил 2,64 млрд долл. (США).

География распространения связанных кредитных нот достаточно разнообразна. Использование в международных финансовых операциях связанных кредитных нот за рассматриваемый период времени наибольшее распространение получило в секьюритизационных сделках с участием банков западных стран, в основном, европейских. Наибольшая часть рынка CLN обслуживалась банками Германии, Швейцарии, США и Великобритании. Следует заметить, что с каждым годом участниками данного сегмента международного рынка капитала становятся экономические субъекты все новых стран и регионов с целью привлечения необходимых международных долговых ресурсов, а также осуществления финансовых операций с использованием связанных кредитных нот.

По итогу сравнительной характеристики связанных кредитных нот, синдицированных банковских еврокредитов и еврооблигаций как инструментов привлечения международных финансовых ресурсов можно говорить о том, что выпуск связанных кредитных нот может быть организован в более короткие сроки, при меньших объемах эмиссий, без необходимости предоставления обеспечения, нежели

синдицированный еврокредит или еврооблигационный займ. В сравнении с выпуском еврооблигаций эмиссия CLN может быть осуществлена с меньшими затратами и минимальным пороговым объемом. Однако небольшой объем выпуска связанных кредитных нот может стать причиной достаточно низкой ликвидности их вторичного рынка, что, в свою очередь, будет способствовать сужению круга потенциальных инвесторов в данные долговые ценные бумаги. Тем не менее связанные кредитные ноты обладают более широкой базой инвесторов, нежели банковские синдицированные кредиты в евровалютах. Выпуск связанных кредитных нот сопровождается менее жесткими требованиями к раскрытию финансовой информации о деятельности заемщика, наличию кредитного рейтинга и биржевого листинга нежели организация еврооблигационного займа и синдицированного кредита в евровалютах. CLN не обязательно должны быть выпущены на всю сумму кредита, что дает возможность организовывать эмиссии связанных кредитных нот в несколько траншей и улавливать наиболее благоприятную конъюнктуру рынка с учетом необходимых параметров сделок.

Как известно, на сегодняшний день многие компании и банки могут не иметь доступ к международному рынку заимствований, не обладая длительной кредитной историей, достаточным объемом размещений, а также высоколиквидными размещаемыми финансовыми инструментами. В такой ситуации именно выпуск связанных кредитных нот может стать для заемщиков первым шагом на пути к мировому рынку капиталов, неплохим стартом кредитной истории, а также последующим выпуском долговых ценных бумаг на евровалютном рынке, к примеру, еврооблигаций. Тому, насколько многогранным, сложным, интересным и особенным данный финансовый инструмент может являться для субъектов международных финансовых рынков в плане его использования в качестве инструмента по привлечению международного финансирования, будет посвящена оставшаяся часть данного диссертационного исследования.

Глава 2. Виды и использование связанных кредитных нот в современной мировой экономике.

2.1 Классификация связанных кредитных нот.

На сегодняшний день на мировых рынках капитала встречается множество вариаций сделок с использованием связанных кредитных нот. В практике российских банков и компаний связанные кредитные ноты чаще всего выпускаются с целью осуществления международного долгового финансирования. Эмиссия CLN зарубежными участниками финансовых рынков также подразумевает привлечение финансовых ресурсов, однако в зарубежной практике использования связанных кредитных нот в первую очередь решается задача управления кредитным риском. Наконец, связанные кредитные ноты применяются в целях реструктуризации долговых обязательств экономических субъектов и могут привлекать инвесторов в качестве объекта доступных и выгодных вложений. Такое многообразие применимых свойств связанных кредитных нот предполагает существование столь же многоликих разновидностей CLN, а также позволяет выявить критерии их классификации. На взгляд автора, связанные кредитные ноты могут быть классифицированы согласно критериям их функциональной и целевой направленности, деривативных составляющих, финансовых параметров и количества контрагентов сделок.

С точки зрения критерия функциональной направленности и основных целей использования на мировом рынке капитала среди существующих на сегодняшний день связанных кредитных нот могут быть выделены несколько основных категорий, представляющих собой базовую, наиболее обобщенную классификацию CLN. Так, согласно монографии С. Даса «Кредитные деривативы и связанные кредитные ноты» связанные кредитные ноты могут подразделяться на структурированные (**credit linked structured notes**) и переупакованные CLN (**repackaged credit notes**).⁵⁴

Структурированные связанные кредитные ноты являются наиболее традиционными в использовании и стандартными в плане механизма функционирования. CLN данной категории представляют собой общеизвестную комбинацию кредитного дериватива и долговой ценной бумаги с купонным доходом. Структурированные CLN выпускаются на основе долговых обязательств определенного экономического субъекта – связанной компании – компании, с долговыми обязательствами которых будут связаны выплаты по связанным кредитным нотам. Одновременно с выпуском связанных кредитных нот эмитент CLN вступает с одним из контрагентов сделки в деривативные отношения, которые могут быть оформлены в виде определенного кредитного дериватива.

⁵⁴ Das S. Credit derivatives and credit linked notes (Second Edition). P. 70-71.

Далее ноты распределяются среди инвесторов, заинтересованных в принятии на себя кредитного риска по лежащим в основе сделки связанным долговым обязательствам. Последующий механизм связанных кредитных нот будет зависеть от вида встроенного кредитного дериватива, в форме которого был заключен деривативный контракт. Так или иначе, выплаты по CLN основной суммы долга и купонных платежей будут обусловлены «рыночным поведением» долговых обязательств связанной компании. Следует заметить, что одной из особенностей выпуска связанных кредитных нот является индивидуальный подход к каждой сделке, вследствие чего в рамках подобной классификации возможно выделение определенных разновидностей связанных кредитных нот в зависимости от их деривативных составляющих, а также финансовых параметров.

Согласно критерию деривативных составляющих CLN могут быть выпущены в комбинации с кредитным дефолтным свопом (CDS – credit default swap), свопом на совокупный доход (TRS – total return swap), а также форвардом или опционом на кредитный спрэд (CSF/CSO - credit spread forward/option).⁵⁵

В случае связанных кредитных нот со встроенным кредитным дефолтным свопом (**credit default linked notes**) выплаты по нотам будут зависеть от определенного кредитного события в отношении связанных долговых обязательств, под которым при эмиссии нот данного вида чаще всего подразумевается дефолт. Если кредитного события не происходит, инвесторы получают купонные платежи и основную сумму долга по связанным кредитным нотам. В случае же наступления кредитного события купонные платежи ограничиваются моментом дефолта, а основная сумма долга выплачивается, как правило, в размере постдефолтной рыночной стоимости долговых обязательств связанной компании.

Существует мнение, что первоначально CLN использовались только лишь в качестве инструмента создания так называемой кредитной защиты по кредитным дефолтным свопам, однако нередко применялись и в роли своеобразной страховки по различным долговым обязательствам.⁵⁶ При этом CLN обычно предлагались инвесторам как комбинация кредитного дефолтного свопа и долговых ценных бумаг с высоким

⁵⁵ Cummins J.D. Convergence in wholesale financial services: reinsurance and investment banking // The International Association for the Study of Insurance Economics. The Geneva Papers on Risk and Insurance. – 2005. – № 30. – P. 209. Интернет-сайт Международной ассоциации страховых исследований «The Geneva Association». Систем. требования: Foxit Reader. URL: http://genevaassociation.org/PDF/Geneva_papers_on_Risk_and_Insurance/GA2005_GP30%282%29_Cummins.pdf (дата обращения: 20.01.2012 г.).

⁵⁶ Credit-Linked Notes and Effects on Global Markets // Интернет-сайт портала углубленного финансового рыночного анализа «Mysmp. In-Depth Financial Market Analysis». URL: <http://www.mysmp.com/bonds/credit-linked-note.html> (дата обращения: 20.01.2012 г.).

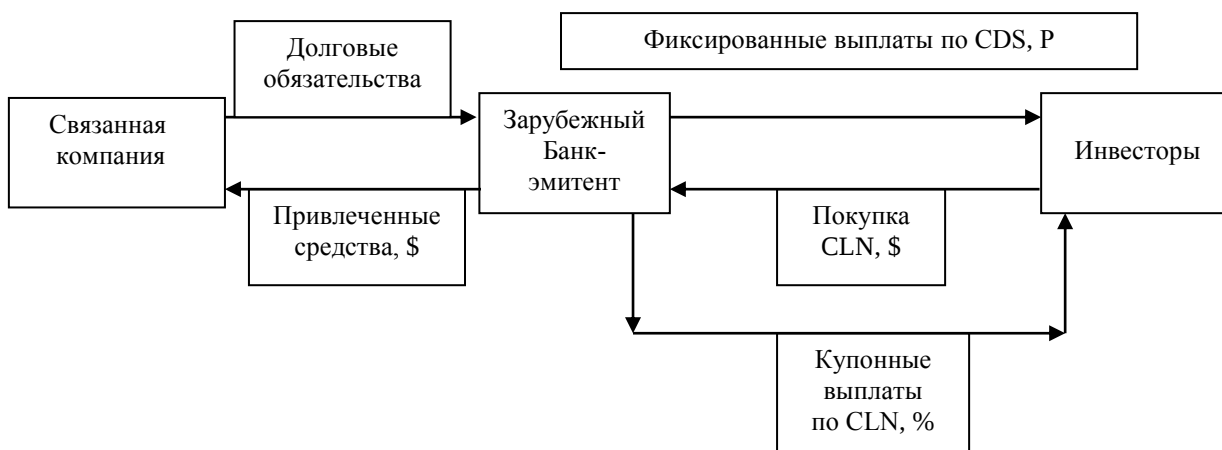
кредитным рейтингом. Подобное сочетание позволяло эмитенту связанных кредитных нот эффективно управлять рисками применительно к обслуживаемому кредиту.

Кстати говоря, именно кредитный дефолтный своп, по мнению британского Управления по финансовому регулированию и надзору (FSA), является наиболее распространенной формой кредитного дериватива и чаще всего используется в комбинации с CLN. CDS представляет собой контракт, позволяющий его покупателю приобрести у его продавца своеобразную кредитную защиту от дефолтных событий по определенным в сделке долговым обязательствам. При этом покупатель свопа выплачивает регулярную премию его продавцу в обмен на то, что последний примет на себя кредитный риск указанных долговых обязательств. Премия будет выплачиваться до тех пор, пока либо не произойдет оговоренное в кредитном договоре кредитное событие, либо не наступит дата погашения CLN. Обычно кредитный договор оформляется путем эмиссии связанных кредитных нот, которые затем, как правило, поступают в обращение на национальные и международные рынки капитала. Посредством таких операций у эмитента CLN появляется возможность структурировать имеющиеся долговые обязательства, в частности, выданные кредиты в ценные бумаги и путем продажи их инвесторам передавать им кредитные риски, связанные с наступлением по данным обязательствам, того или иного кредитного события.

Как правило, в основе кредитного дефолтного свопа лежит определенная долговая ценная бумага либо несекьюритизированное долговое требование. В случае наступления кредитного события, к примеру, дефолта по обязательствам покупателя кредитного дефолтного свопа, последний вправе либо доставить продавцу CDS дефолтные ценные бумаги, получив при этом от него сумму, оговоренную ранее в договоре об участии в кредитном риске, либо получить от продавца CDS компенсацию снижения рыночной цены дефолтного обязательства в размере разницы между ценой долговой ценной бумаги либо несекьюритизированного обязательства до и после дефолта. Первый способ урегулирования платежей по CDS известен под названием расчетов с физической поставкой, тогда как второй является расчетным способом платежа. В случае заключения CDS на обязательства, выраженные в виде ценной бумаги, обычно выбор делается в пользу расчетов с физической поставкой, если продавец CDS при наличии у него ожиданий роста цены дефолтных обязательств планирует в дальнейшем их продать и частично компенсировать убытки в связи с выплатой по кредитному дефолтному свопу. Если же долговые обязательства покупателя CDS неликвидны и недоступны для поставки, а также если неизбежна оценка убытка, вызванного наступившим по ним кредитным событием, тогда предпочтение отдается расчетному способу платежей.

Для того, чтобы понять механизм действия CLN в комбинации с кредитным дефолтным свопом, рассмотрим следующий пример. Предположим, что существует некоторая компания, которой необходимо дополнительное финансирование в объеме \$ (рисунок 13).

Рисунок 13.



$P = S \cdot p$, где S – основная сумма компенсации, p – вероятность наступления кредитного события.

Источник: составлено автором.

Компания (далее – компания-заемщик) решает привлечь необходимые финансовые ресурсы на международном рынке ссудного капитала путем выпуска связанных кредитных нот под собственные долговые обязательства. Для организации эмиссии CLN в сделку привлекается зарубежный банк, который одновременно будет являться техническим эмитентом связанных кредитных нот компании-заемщика и ее непосредственным кредитором. При осуществлении простых и стандартных схем привлечения финансирования с помощью CLN зарубежный банк-эмитент осуществляет эмиссию кредитных нот на основе долговых обязательств компании-заемщика и распространяет их среди инвесторов.

Инвесторы посредством приобретения кредитных нот заключают с банком-эмитентом договор участия в кредитном риске по долговым обязательствам компании-заемщика. Другими словами, посредством продажи нот инвесторам банк-эмитент получает возможность передать им частично или полностью кредитный риск по долговым обязательствам компании-заемщика без фактической передачи их с собственного баланса. При этом выплаты по кредитным нотам будут зависеть от наступления кредитного события в отношении долговых обязательств компании-заемщика, т.е. кредитные ноты автоматически становятся связанными с «рыночным поведением» долговых обязательств компании-заемщика, а сама компания-заемщик в документах сделки будет называться «связанной» компанией.

Предположим, что связанные кредитные ноты приобретаются некоторой группой инвесторов в полном объеме. Однако заметим, что в реальных экономических условиях существует риск неполной реализации CLN на рынке.

При покупке CLN в полном объеме инвесторы выплаят банку-эмитенту их полную стоимость в размере \$. Данная выплата будет считаться предоставлением инвесторами банку-эмитенту своеобразной страховки или кредитной защиты по долговым обязательствам связанной компании. При этом банк-эмитент будет являться покупателем данной защиты, а инвесторы – ее продавцами. Механизм кредитной защиты фактически представляет собой кредитный дефолтный своп (CDS). Согласно условиям стандартного кредитного дефолтного свопа в случае наступления кредитного события – дефолта - по долговым обязательствам связанной компании продавцы кредитной защиты в форме CDS (по условиям рассматриваемой сделки – инвесторы), обязуются осуществить выплату (страховку) в пользу покупателя кредитной защиты в форме CDS (по условиям рассматриваемой сделки - банка-эмитента), которые могут быть произведены двумя способами:

- 1) Возмещение покупателю кредитной защиты разницы между первоначальной стоимостью долговых обязательств и их стоимостью вследствие произошедшего кредитного события.
- 2) Выплата покупателю кредитной защиты в полном объеме первоначальной стоимости долговых обязательств в обмен на поставку покупателем кредитной защиты в пользу продавца кредитной защиты дефолтных долговых ценных бумаг.

В случае, когда кредитный дефолтный своп встраивается в CLN, выплата указанной страховки инвесторами (продавцами кредитной защиты) в пользу банка-эмитента (покупателя кредитной защиты) производится до наступления кредитного события - в момент покупки связанных кредитных нот инвесторами. Именно поэтому в комбинации с CLN кредитный дефолтный своп также называют фондированным – профинансированным заранее.

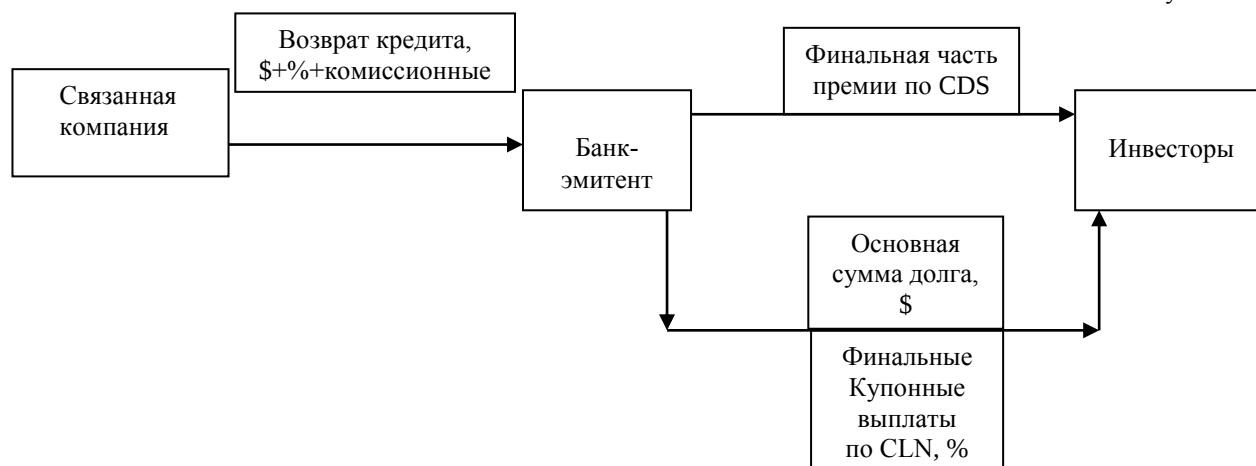
Банк-эмитент в обмен на кредитную защиту обязуется осуществлять в пользу инвесторов фиксированные выплаты по кредитному дефолтному свопу, которые в итоге составят величину премии, причитающейся инвесторам за согласие «страховать» банка-эмитента на случай наступления кредитного события по долговым обязательствам связанной компании. В рассматриваемом примере компоненты премии являются базовыми и применяются в упрощенных вариантах развития кредитных событий. Итоговая величина премии будет зависеть от основной суммы компенсации согласно

кредитному дефолтному свопу в случае наступления кредитного события, вероятности наступления кредитного события по долговым обязательствам компании-заемщика, а также различных специально оговоренных сторонами условий сделки в случаях более сложной ее структуры. Следует заметить, что на международном финансовом рынке эмитентами CLN, как правило, являются финансовые институты и корпорации, обладающие высоким кредитным рейтингом, вследствие чего инвесторы в большинстве случаев принимают на себя риск, связанный только лишь с компанией-заемщиком (связанной компанией). Однако вероятность возникновения риска даже у высокорейтинговых эмитентов существует, в связи с чем инвесторы должны будут принять на себя риск не только связанной компании, но и эмитента связанных кредитных нот. Тогда, применительно к рассматриваемому примеру, вероятность возникновения кредитного события будет включать в себя не только риски компании-заемщика, но и непосредственно самого банка-эмитента CLN.

Банк-эмитент также будет осуществлять регулярные процентные выплаты в пользу инвесторов – купонные платежи по CLN, что в сумме с выплатами частей премии будет составлять повышенный купонный доход по связанным кредитным нотам в сравнении с обычными прямыми вложениями инвесторов в долговые ценные бумаги компаний на рынке капитала.

В случае если кредитное событие не наступает (рисунок 14), компания-заемщик успешно возвращает банку-эмитенту выданный ей ранее кредит с процентами, а также определенные комиссии, которые ранее могли быть оговорены в договоре сделки. CDS прекращает свое действие и банк-эмитент к моменту погашения CLN выплачивает в полном объеме премию по CDS в пользу инвесторов. Инвесторы при погашении CLN получают основную сумму долга, а также заключительный на момент погашения CLN платеж купонного дохода по связанным кредитным нотам.

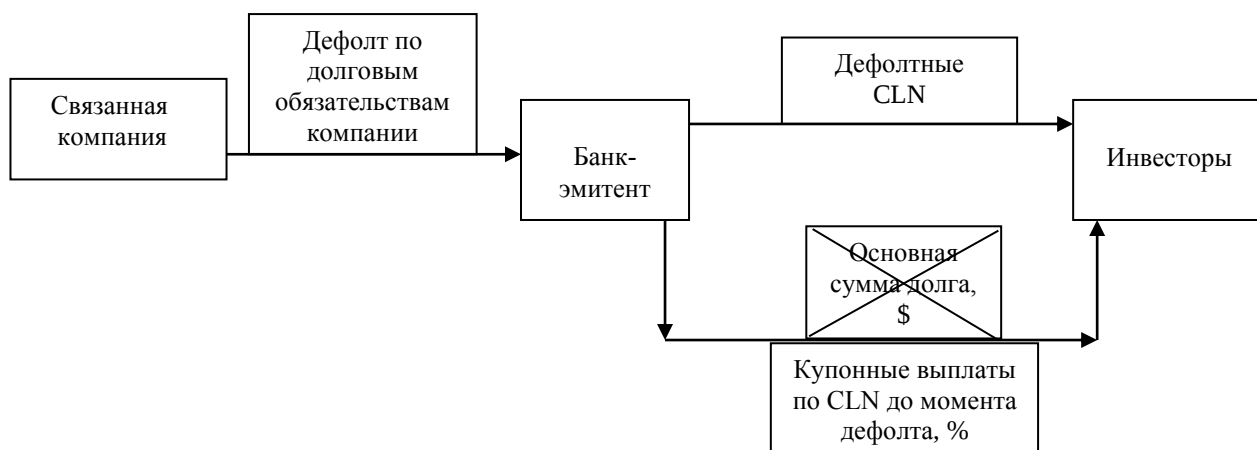
Рисунок 14.



Источник: составлено автором.

Если кредитное событие все же наступает (рисунок 15), то активируются функции кредитного дефолтного свопа, включающие урегулирование платежей одним из двух способов: 1) при помощи физической поставки долгового обязательства; 2) при помощи расчетного способа платежа.

Рисунок 15.



Источник: составлено автором.

В случае урегулирования платежей по CDS первым способом банк-эмитент прекращает премиальные выплаты по CDS датой наступления дефолта и поставляет инвесторам дефолтные связанные кредитные ноты. В части выплат по связанным кредитным нотам получаемый инвесторами купонный доход по CLN также будет ограничен моментом наступления кредитного события. Кроме того, основная сумма долга по связанным кредитным нотам инвесторам не выплачивается, в результате чего инвесторы несут убытки, размер которых будет зависеть от рыночной стоимости поставленных им дефолтных CLN.

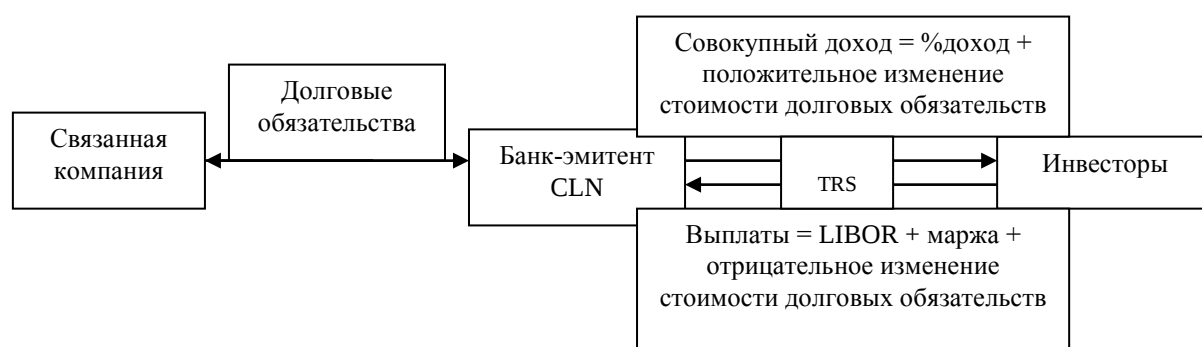
На случай урегулирования платежей по CDS вторым способом применительно к предыдущему примеру рассмотрим следующую ситуацию. Пусть начальная рыночная стоимость долговых обязательств компании-заемщика (связанной компании) равна 200\$. Банк-эмитент выпускает CLN на сумму долговых обязательств связанной компании и размещает их среди инвесторов в полном объеме. В условиях наступления кредитного события, к примеру, дефолта, стоимость долговых обязательств компании-заемщика снижается на 180\$ и составляет 20\$. Тогда согласно условиям расчетного способа урегулирования платежей по CDS инвесторы должны выплатить банку-эмитенту разницу между первоначальной и пост-дефолтной стоимостью долговых обязательств связанной компании: $200\$ - 20\$ = 180\$$. Т.к. CDS в составе CLN является фондированным, т.е. инвесторы еще до момента наступления дефолта по долговым обязательствам связанной компании, а именно, при покупке CLN выплачивают банку-эмитенту полную стоимость

связанных кредитных нот в сумме 200\$, то фактически в случае наступления кредитного события инвесторы не осуществляют никаких платежей в пользу банка-эмитента. Тогда как банк-эмитент выплачивает инвесторам пост-дефолтную стоимость CLN в размере 20\$ в части платежей по связанным кредитным нотам. Таким образом, в распоряжении банка-эмитента в части урегулирования платежей по CDS остаются средства в размере $200\$ (\text{первоначальный платеж инвесторов при покупке CLN}) - 20\$ (\text{выплата инвесторам постдефолтной стоимости CLN}) = 180\$$, т.е. сумма, которую инвесторы должны были бы компенсировать банку-эмитенту в случае наступления кредитного события согласно условиям кредитного дефолтного свопа. Данные средства могут быть использованы банком-эмитентом для осуществления оставшихся выплат в части связанных кредитных нот.

Таким образом, использование связанных кредитных нот в комбинации с кредитным дефолтным свопом может помочь отечественным экономическим субъектам (финансовым институтам или корпорациям), ответственным за выплаты по связанным кредитным нотам, обеспечивать себе полный объем платежей по CDS и CLN, проводить политику эффективного управления рисками по обслуживаемым кредитам и создавать кредитную защиту или своеобразную страховку по долговым обязательствам связанных компаний при этом оставляя их на балансе компании/банка.

Связанные кредитные ноты в комбинации со свопом на совокупный доход (**total return credit linked notes**) предполагают наличие двусторонних обязательств между эмитентом CLN и инвесторами (рисунок 16).

Рисунок 16.



Источник: составлено автором.

В данном случае выплаты по связанным кредитным нотам будут зависеть не только от кредитных событий по долговым обязательствам связанной компании, но и от динамики их рыночной стоимости. Таким образом, использование свопа на совокупный доход в структуре выпуска CLN позволяет их эмитенту передавать кредитный и рыночный риски инвесторам связанных кредитных нот.

Согласно условиям сделки эмитент CLN обязуется выплачивать инвестору совокупный доход (total return) по долговым обязательствам компании-заемщика, включающий в себя следующие компоненты:

- 1) доходность по долговым ценным бумагам связанной компании;
- 2) положительные изменения в стоимости долговых обязательств связанной компании;
- 3) различные виды комиссии по своп-соглашению.

В свою очередь инвестор обязуется осуществлять выплаты в пользу эмитента CLN в размере, как правило, плавающей ставки ЛИБОР и маржи или спреда.

Кроме того, инвесторы принимают на себя риск негативного изменения стоимости долговых обязательств связанной компании и обязуются в случае ее снижения компенсировать банку-эмитенту сумму, на которую произошло сокращение. Таким образом, банк-эмитент осуществляет платежи в пользу инвесторов на базе доходности лежащих в основе сделки долговых обязательств связанной компании, а также прироста их стоимости, а инвесторы – на основе установленной в контракте процентной ставки и снижения стоимости долговых обязательств связанной компании.

Порядок выплат участников своп-соглашения определяется договором сделки, в котором в качестве момента платежа может быть указана дата исполнения свопа на совокупный доход или же оговорены промежуточные периоды платежей в течение всего срока его действия.

Как правило, в случае наступления кредитного события в отношении долговых обязательств связанной компании до установленной соглашением даты исполнения TRS своп на совокупный доход прекращает свое действие и стороны обмениваются договорными платежами. При этом инвесторы возмещают эмитенту разницу стоимости долговых обязательств до и после дефолта. В качестве альтернативы инвесторы могут принять дефолтные долговые обязательства, выплатив взамен эмитенту их первоначальную стоимость. В целом, как показывает практика, в рамках данной структуры варианты выплат и расчетов в течение срока действия своп-соглашения и при наступлении кредитного события могут быть достаточно разнообразными.

Участие в свопе на совокупный доход позволяет инвесторам дистанционно владеть лежащими в основе сделки долговыми обязательствами, а банку-эмитенту передавать инвесторам связанные с ними риски, кредитные и рыночные, фактически оставляя при этом долговые обязательства на балансе. Вступая в своп на совокупный доход, банк-эмитент получает от инвесторов своеобразную страховку на случай снижения стоимости долговых обязательств компании-заемщика.

Связанные кредитные ноты со встроенным форвардом или опционом на кредитный спрэд (**credit spread linked notes**) позволяют учитывать кредитный спрэд по долговым обязательствам связанной компании, динамикой которого в подобных случаях будут обусловлены платежи по CLN. Под кредитным спрэдом подразумевается разница между доходностью по таким обязательствам и доходностью безрисковых финансовых инструментов, в качестве которых, как правило, выступают государственные долговые ценные бумаги. Использование связанных кредитных нот в комбинации с опционом или форвардом на кредитный спрэд позволяет участникам финансового рынка компенсировать неблагоприятное изменение цены или доходности долговых обязательств связанных компаний. В случае использования в сделке с CLN форварда на кредитный спрэд контракт, как правило, является обязательным к исполнению. Если применяются опционы пут или колл, то контракты могут быть исполнены или же не исполнены в зависимости от динамики кредитного спреда.

Участники финансовых рынков могут иметь различные ожидания относительно рыночного поведения ценовых и доходных параметров долговых обязательств, лежащих в основе связанных кредитных нот. Эмитенты связанных кредитных нот и инвесторы могут выступать как в роли продавцов, так и в роли покупателей опционов или форвардов на кредитный спрэд. С целью хеджирования риска снижения цены долговых обязательств связанной компании (или расширения кредитного спреда) участники финансовых рынков могут осуществлять покупку опциона пут или продажу опциона колл. Соответственно для хеджирования риска роста цены долговых обязательств (или сужения кредитного спреда, а также снижения доходности долговых обязательств связанной компании) участники финансовых рынков могут покупать опцион колл или продавать опцион пут (таблица 18).

Таблица 18.

Вид дериватива на кредитный спрэд	Цель приобретения	Ожидания покупателя	Факторы динамики кредитного спреда в рамках ожидания покупателя	Ожидания продавца
Опцион пут	Хеджирование снижения цены долговых обязательств связанной компании	Увеличение кредитного спреда и снижение цены долговых обязательств связанной компании	Ухудшение кредитного качества долговых обязательств связанной компании: рост рискованных параметров и, как следствие, увеличение доходности и снижение цены	Спрэд уменьшится или останется неизменным

Опцион колл	Хеджирование роста цены долговых обязательств связанной компании	Уменьшение кредитного спреда и увеличение цены долговых обязательств связанной компании	Улучшение кредитного качества долговых обязательств связанной компании: снижение рисков параметров и, как следствие, уменьшение доходности и увеличение цены	Спрэд увеличится или останется неизменным
-------------	--	---	--	---

Источник: составлено автором.

В частности, покупатель опциона пут ожидает, что кредитный спрэд расширится, т.е. хеджирует снижение цены долговых обязательств связанной компании, что может произойти в результате ухудшения их кредитного качества. Так, рост рискованных параметров долговых обязательств приводит к увеличению их доходности в сравнении с безрисковыми финансовыми инструментами, расширению кредитного спреда и снижению цены на долговые обязательства. С учетом данных ожиданий покупатель опциона пут выплачивает его продавцу премию, в обмен на которую продавец опциона обязуется в случае расширения кредитного спреда компенсировать его покупателю снижение цены долговых обязательств связанной компании (таблица 19).

Таблица 19.

Вид дериватива на кредитный спрэд	Исполнение опциона	Выплаты покупателя в пользу продавца	Выплаты продавца в пользу покупателя
Опцион пут	Да, если кредитный спрэд увеличится относительно контрактной величины спреда / Нет, если кредитный спрэд уменьшится или останется неизменным.	Премия по опциону	Компенсация снижения цены долговых обязательств связанной компании
Опцион колл	Да, если кредитный спрэд уменьшится относительно контрактной величины спреда / Нет, если кредитный спрэд увеличится или останется неизменным	Премия по опциону	Компенсация снижения доходности долговых обязательств связанной компании

Источник: составлено автором.

При этом продавец опциона пут надеется, что динамика кредитного спреда не совпадет с ожиданиями покупателя опциона, т.е. кредитный спрэд не изменится или же сузится. В таком случае продавец получает премию за опцион и не исполняет свои обязательства по деривативному контракту.

Покупатель опциона колл ожидает, что кредитный спрэд сузится, т.е. хеджирует рост цены долговых обязательств связанной компании, что может произойти в результате

улучшения их кредитного качества. Так, снижение рискованных параметров долговых обязательств приводит к уменьшению их доходности в сравнении с безрисковыми финансовыми инструментами, сужению кредитного спреда и росту цены на долговые обязательства. С учетом данных ожиданий покупатель опциона колл выплачивает его продавцу премию, в обмен на которую продавец опциона обязуется в случае сужения кредитного спреда компенсировать его покупателю рост цены и, как следствие, снижение доходности долговых обязательств связанной компании (таблица 19). При этом продавец опциона надеется, что динамика кредитного спреда не совпадет с ожиданиями покупателя опциона, т.е. кредитный спред не изменится или же расширится. В таком случае продавец получает премию за опцион и не исполняет свои обязательства по деривативному контракту.

Кредитным событием в сделках с использованием деривативов на кредитный спред помимо дефолта будет являться динамика кредитного спреда. При этом выплаты по связанным кредитным нотам будут зависеть от возмещений по деривативным контрактам. В случае исполнения опциона-пут выплата по опциону в пользу его покупателя составит:

$Z = N * Duration * \max ((Credit\ spread - Strike\ spread); 0)^{57}$, где N – стоимость опционного контракта; $Duration$ – дюрация; $Credit\ spread$ – фактически сложившаяся на рынке величина спреда; $Strike\ spread$ – величина спреда, зафиксированная в контракте. В случае исполнения опциона колл выплата по опциону в пользу его покупателя составит:

$$Z = N * Duration * \max ((Strike\ spread - Credit\ spread); 0)^{58}.$$

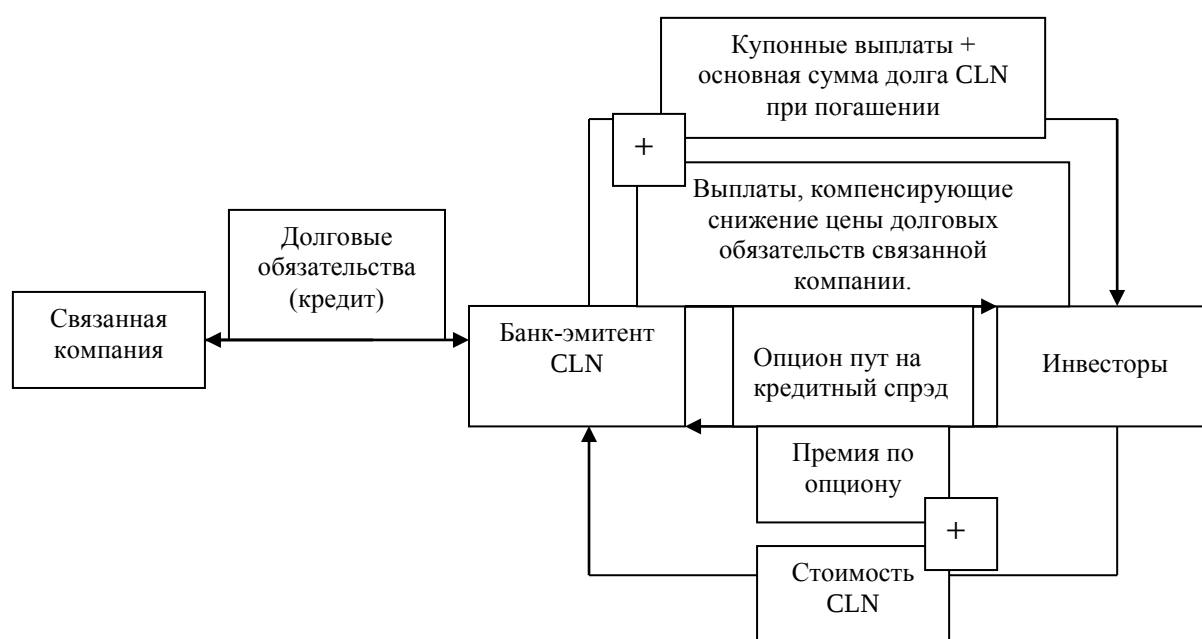
Рассмотрим пример использования опциона пут в структуре выпуска связанных кредитных нот (рисунок 17). Пусть некоторая компания решила привлечь финансирование на сумму 2 млн долл. (США). Некоторый банк соглашается выдать компании кредит и одновременно выпускает связанные кредитные ноты на указанную сумму долговых обязательств компании ценой в 100 долл. (США). Инвесторы, приобретая CLN, опасаются, что в скором времени могут произойти неблагоприятные кредитные события, и ожидают в ближайшие 2 месяца снижения цены долговых обязательств связанной компании. С целью хеджирования риска снижения цены инвесторы приобретают у банка опцион пут на кредитный спред суммой в 2 млн долл. (США) и сроком до исполнения в 61 день. Согласно опционному контракту инвесторы выплатят премию по опциону в пользу банка. В обмен на полученную премию банк обязуется в случае наступления кредитного события осуществить компенсационные выплаты по опциону в пользу инвесторов. Допустим, что доходность государственных облигаций

⁵⁷ Meissner G. Credit Derivatives: Application, Pricing, and Risk Management. Blackwell Publishing, 2005. P.32.

⁵⁸ Ibid.

составляет 4%, а доходность долговых обязательств компании и, соответственно, связанных кредитных нот 6%. Дюрация CLN - 9,5 лет. Пусть цена исполнения опциона – контрактная величина кредитного спреда – составляет 3%. Как правило, контрактная величина кредитного спреда (страйк – цена исполнения опциона) устанавливается в виде спреда к ставке LIBOR или же другой ставке-эталону. Снижение цены долговых обязательств связанной компании может произойти по причине ухудшения их кредитного качества – увеличения их рискованных параметров, вследствие чего доходность долговых обязательств компании возрастет относительно доходности государственных облигаций, что приведет к расширению кредитного спреда. Пусть цена долговых обязательств компании снизится до 70 долл. (США), а доходность возрастет до 11%. Фактически сложившийся на рынке кредитный спред составит: $F = (11\% - 4\%)$, что превысит контрактную величину спреда. Потери инвестора будут равны $20 \text{ тыс. нот} \times (100 - 70) = 600 \text{ тыс. долл. (США)}$. Тогда как выплата по опциону пут в пользу инвесторов будет равна следующей сумме: $Z = 2 \text{ млн долл. (США)} \times 9,5 \times ((11\% - 4\%) - 3\%) = 760 \text{ тыс долл. (США)}$, что в полной мере компенсирует потери инвесторов в случае снижения цены долговых обязательств связанной компании.

Рисунок 17.



Источник: составлено автором.

Суммарные выплаты по CLN в пользу инвесторов будут осуществляться банком-эмитентом в размере купонных платежей и основной суммы долга с учетом динамики кредитного спреда по долговым обязательствам связанной компании и, соответственно, возмещения в случае исполнения опциона пут. Премия, полученная банком-эмитентом по деривативному контракту, как правило, используется для выплаты повышенного купона по связанным кредитным нотам.

При использовании в структуре CLN форварда на кредитный спрэд его покупатели и продавцы имеют ожидания, аналогичные ожиданиям участников финансовых рынков в случае приобретения или продажи опционов на кредитный спрэд (таблица 20).

Таблица 20.

Вид дериватива на кредитный спрэд	Цель приобретения	Ожидания покупателя	Факторы динамики кредитного спрэда в рамках ожидания покупателя	Ожидания продавца
Форвард	Хеджирование снижения (роста) цены долговых обязательств связанной компании	Увеличение (уменьшение) кредитного спрэда и снижение (рост) цены долговых обязательств связанной компании	Ухудшение (улучшение) кредитного качества долговых обязательств связанной компании: рост (снижение) рисковых параметров и, как следствие, увеличение (уменьшение) доходности и снижение (рост) цены	Спрэд уменьшится (увеличится) или останется неизменным

Источник: составлено автором.

В данном случае компенсационные выплаты по форвардному контракту составят:

$Z = N \cdot \text{Duration} \cdot (\text{Credit spread} - \text{Strike spread})^{59}$. При этом если $Z > 0$, то выплата осуществляется в пользу покупателя форварда на кредитный спрэд. Если же $Z < 0$, то покупатель форварда сам осуществляет компенсационную выплату в пользу продавца деривативного контракта. Поэтому, как правило, исполнение форварда на кредитный спрэд происходит в любом случае, независимо от динамики кредитного спрэда. Однако на сегодняшний день существуют различные виды сделок, когда форвардные контракты могут не исполняться. Иногда для участников финансовых рынков становится более выгодным понести штрафные санкции в соответствии с условиями форвардного контракта, нежели исполнить сам контракт. В таких случаях исход сделки будет зависеть от интересов, предпочтений, а также договоренности ее контрагентов.

Следует заметить, что на сегодняшний день связанные кредитные ноты со встроенными деривативами на кредитный спрэд особенно часто используются в странах с формирующимся финансовым рынком, где динамика кредитного спрэда может быть достаточно активной и изменчивой.

В целом использование в сделках с CLN свопа на совокупный доход, форварда или опциона на кредитный спрэд позволяет учитывать определенные параметры волатильности современной экономической конъюнктуры, в частности, положительные или негативные изменения рыночной стоимости долговых обязательств связанной компании, динамику кредитного спрэда между доходностью данных обязательств и

⁵⁹ Credit Spread Forward // Интернет-сайт финансовой энциклопедии «The financial encyclopedia «Investment and Finance»». URL: <http://www.investment-and-finance.net/derivatives/c/credit-spread-forward.html> (дата обращения: 15.03.2013 г.).

доходностью безрисковых финансовых инструментов, в результате чего отечественные участники финансовых рынков смогут приобрести возможность эффективного перераспределения рыночных рисков и, как следствие, извлечения дополнительной доходности по используемым в структурированных сделках финансовым инструментам.

Переупакованные связанные кредитные ноты.

Переупакованные связанные кредитные ноты (**repackaged credit linked notes**) также представляют собой комбинацию долговой ценной бумаги и кредитного дериватива. Другими словами, в основе сделок с подобного вида нотами лежит механизм структурированных связанных кредитных нот. Однако создаются подобные ноты путем так называемого процесса переупаковки. Данный процесс предполагает покупку долговых ценных бумаг с потенциально привлекательными инвестиционными характеристиками компанией специального назначения (**repackaged vehicle** или **SPV**), которые, однако, являются недоступными для определенных категорий инвесторов по ряду причин, в частности, могут быть выражены в иностранной валюте, подвержены неблагоприятному налоговому режиму или же могут не иметь необходимого ликвидного рынка и т.д. Затем данная компания на основе элементов полученных ценных бумаг (доходных и рисковых), формирует переупакованные связанные кредитные ноты с новыми инвестиционными параметрами и распределяет их среди инвесторов. В структуре таких нот компания специального назначения может использовать как кредитный дефолтный своп, так и своп на совокупный доход. Таким образом, эмиссия переупакованных связанных кредитных нот позволяет переоформлять долговые обязательства участников финансовых рынков в более привлекательные и доступные с точки зрения инвестиционных вложений финансовые инструменты. При этом в сравнении с секьюритизацией активов процесс переупаковки позволяет формировать связанные кредитные ноты согласно индивидуальным интересам и требованиям отдельных инвесторов. При секьюритизации создаются менее «кастомизированные» CLN. Следует также заметить, что в случае секьюритизации происходит процесс трансформации долговых требований, изначально не имеющих форму долговых ценных бумаг, в связанные кредитные ноты, тогда как переупаковка подразумевает формирование CLN на основе новых финансовых характеристик уже существующих долговых обязательств в форме ценных бумаг. Наконец, согласно оценкам некоторых экспертов считается, что процесс переупаковки осуществляется легче и с меньшими затратами в отличие от секьюритизации неликвидных долговых обязательств.

Как уже было отмечено выше, в рамках приведенной обобщенной типологии связанных кредитных нот в зависимости от структуры и условий сделок с их

использованием имеют право на существование и более узкие классификации CLN. Так, критерий количества контрагентов сделок предполагает классифицировать связанные кредитные ноты на «единичные» и «портфельные» CLN.

Структура «единичных» связанных кредитных нот (**single name credit linked notes**) предполагает, что в качестве связанной компании в сделке участвует лишь один экономический субъект. Данный вид CLN является наиболее простым в плане его структуры и механизма. В таком случае выпущенные связанные кредитные ноты будут привязаны к кредитному событию по обязательствам единственного указанного субъекта. Если определенного договором о кредитном риске кредитного события не происходит, то при погашении связанных кредитных нот инвесторы получают основную сумму долга, а также полную сумму купонных выплат. При наступлении кредитного события эмитент CLN прекращает по ним выплаты купонных платежей, а погашение данного вида нот инвесторам может осуществляться либо в сумме, равной рыночной стоимости долговых обязательств связанной компании после произошедшего в их отношении кредитного события, либо в виде их физической поставки.

В случае «портфельных» связанных кредитных нот (**basket credit linked notes**) в сделке в качестве связанных компаний одновременно принимают участие несколько экономических субъектов. При этом выпущенные связанные кредитные ноты будут привязаны к кредитному событию по обязательствам совокупности таких связанных компаний. Если кредитное событие, определенное договором кредитного риска, не произойдет, эмитент связанных кредитных нот выплатит инвесторам полную сумму долга, а также купонные платежи по CLN. Однако в случае наступления кредитного события механизм действия данного вида связанных кредитных нот усложняется необходимостью осуществления пропорциональных корректировок основной суммы долга и купонных выплат по CLN. В частности, основная сумма долга по CLN будет уменьшена пропорционально доле претерпевших кредитное событие экономических субъектов в совокупности связанных компаний. В той же пропорции будут сокращены и купонные выплаты по связанным кредитным нотам, после чего ставка купона может быть пересмотрена. Инвесторы «портфельных» CLN получают выплату основной суммы долга в части, равной стоимости неоплаченных обязательств связанных компаний. Особенностью использования «портфельных» CLN является тот факт, что при наступлении кредитного события и после проведения указанных выше корректировок связанные кредитные ноты не прекращают своего существования, как в случае с «единичными» CLN. Условия сделки по «портфельным» связанным кредитным нотам продолжают выполняться в размере оставшейся суммы долга и с использованием обновленной купонной ставки. При

наступлении следующего кредитного события описанная выше процедура корректировок и выплат повторяется до момента погашения «единичных» связанных кредитных нот, изначально определенного в договоре между контрагентами. Таким образом, максимальные потери, которые могут понести инвесторы в основной сумме долга по «портфельным» CLN при наступлении кредитного события по обязательствам той или иной связанной компании, будут ограничены долей участия данной компании в общей сумме долга.

В качестве подвида «портфельных» связанных кредитных нот можно выделить так называемые **Nth-to-Default credit linked notes** – связанные кредитные ноты, действие которых будет прекращено сразу же после наступления определенного числа кредитных событий, указанных в договоре кредитного риска. Другими словами, связанные кредитные ноты данного вида прекратят свое существование после того, как кредитные события произойдут по обязательствам у N связанных компаний. При этом в отличие от «портфельных» CLN при наступлении оговоренного числа кредитных событий выплата купонных платежей прекращается. Инвесторы нот получают сумму основного долга в размере рыночной стоимости долговых обязательств связанных компаний, в отношении которых произошли кредитные события. Причем в данном случае максимальные потери инвесторов при наступлении кредитного события не ограничиваются долями участия экономических субъектов, нарушивших свои обязательства, в совокупности связанных компаний и могут составить полную сумму основного долга по связанным кредитным нотам.

Связанные кредитные ноты также могут быть классифицированы согласно критерию финансовых параметров. Так, на международных финансовых рынках существуют разновидности CLN, механизм которых зависит от вида и структуры их финансовых составляющих, а именно купонного дохода и основной суммы долга.

Мурад Чоудри в монографии «Структурированные кредитные продукты: кредитные деривативы и синтетическая секьюритизация» выделяет связанные кредитные ноты с защищенной основной суммой долга (**principal protected credit linked notes**⁶⁰). Подобная разновидность связанных кредитных нот позволяет учитывать интересы инвесторов в приобретении долговых обязательств с гарантией возврата собственных вложений, в частности, первоначальных инвестиций к моменту погашения долговых ценных бумаг. Типовыми CLN при данной структуре являются связанные кредитные ноты со встроенным кредитным дефолтным свопом и стопроцентной защитой от кредитного

⁶⁰ Choudhry M. Structured Credit Products: Credit derivatives and Synthetic Securitisation. John Wiley & Sons, 2010. P. 177.

риска основной суммы долга. Обычно выпуск таких связанных кредитных нот осуществляется SPV-компанией, кредитный рейтинг которой, как правило, присваивается и связанным кредитным нотам. В случае наступления кредитного события выплата купонов по CLN прекращается, тогда как основная сумма долга будет выплачена в полном объеме на дату погашения, изначально указанную в договоре сделки. На международных финансовых рынках известна также вариация данного типа CLN в виде нот с частично защищенной основной суммой долга (partial principal protection). В таком случае выплата в пользу инвесторов подлежит лишь часть основной суммы долга, оговоренная в договоре сделки, что может быть компенсировано более высоким купонным доходом.

Помимо связанных кредитных нот с защищенной основной суммой долга существуют виды CLN с различной структурой купонных выплат. Так, Джанет М. Таваколи в монографии «Кредитные деривативы и синтетические структуры: руководство по инструментам и их применению» выделяет CLN с увеличенными и уменьшенными купонными выплатами.

Связанным кредитным нотам с увеличенными купонными выплатами (**boosted coupon notes**⁶¹) присваивается кредитный рейтинг эмитента, однако выплаты по связанным кредитным нотам обычно зависят от связанных долговых обязательств, кредитный рейтинг которых меньше рейтинга CLN. Вследствие этого инвесторы становятся носителями более высокого риска лежащих в основе приобретаемых ими CLN связанных долговых обязательств, тем самым, обеспечивая себе повышенный купонный доход, но рискуя потерями по выплате основной суммы долга в случае наступления кредитного события. Разновидностью связанных кредитных нот с повышенным купонным доходом являются CLN с чрезмерно повышенными купонными выплатами – с эффектом мультипликатора. При этом купонный доход значительно увеличивается, однако растет и риск потери выплат по основной сумме долга, достигая в своей величине практически полного ее размера. Кроме того, выплата основной суммы долга данного вида CLN может быть привязана к долговым обязательствам не только одной, но и нескольких связанных компаний. Связанные кредитные ноты с уменьшенными купонными выплатами (**reduced coupon notes**⁶²) предполагают выплату пониженного купонного дохода инвесторам на протяжении всего времени до момента наступления кредитного события в обмен на то, что в случае наступления кредитного события инвесторы получают основную сумму долга по CLN в полном объеме, а также сумму, которую возможно будет вернуть по остаточной стоимости связанных долговых обязательств. Подобные разновидности связанных

⁶¹ Tavakoli J.M. Credit Derivatives and Synthetic Structures: a Guide to Instruments and Applications. 2nd Edition. John Wiley & Sons, Inc., 2001. P. 225.

⁶² Ibid.

кредитных нот могут использоваться компаниями и банками с целью не только учесть предпочтения инвесторов относительно купонных выплат, но и, тем самым, устанавливать наиболее благоприятную стоимость привлечения финансовых ресурсов на рынке капитала.

Одним из видов связанных кредитных нот в монографии Джанет М. Таваколи упоминаются ноты, чувствительные к изменению кредитного риска (**credit-sensitive notes**⁶³), которые обеспечивают увеличение купонных выплат в зависимости от степени снижения кредитного рейтинга долговых обязательств, лежащих в основе сделки. При этом в случае чрезмерного снижения кредитного рейтинга инвестор может воспользоваться правом возврата нот эмитенту. Джанет М. Таваколи отмечает также существование индексированных нот (**index-linked notes**⁶⁴), структура которых позволяет выплачивать инвесторам повышенный купонный доход как при увеличении, так и при снижении стоимости лежащих в основе сделки долговых обязательств связанных компаний. Использование подобной разновидности связанных кредитных нот на рынке предоставляет потенциальным инвесторам возможность применять к приобретаемым долговым ценным бумагам рыночные стратегии игры на повышение или понижение их стоимости. При этом в портфель долговых ценных бумаг могут входить долговые обязательства как развитых стран, так и стран с формирующимся рынком. Инвесторы могут также получать пониженные купонные выплаты, в случае, когда в рамках сделки необходимо приобретать опцион на повышение или же понижение лежащих в основе индексированных нот связанных долговых обязательств. Подобные ноты известны также как ноты с дисконтом.

Следует заметить, что в силу огромного разнообразия индивидуальных запросов экономических субъектов, практикующих использование связанных кредитных нот в финансовых сделках, критериями классификации CLN могут также выступать и другие их параметры, в частности, процентные ставки, сроки погашения и т.д., вследствие чего степень многообразия связанных кредитных нот может возрастать до неопределенных пределов.

Таким образом, можно говорить о том, что использование столь разнообразных видов связанных кредитных нот участниками финансовых рынков, в том числе отечественными компаниями и банками, позволит: создавать на основе собственных активов и обязательств ликвидные, привлекательные и доступные с точки зрения инвестиционных вложений финансовые инструменты; управлять кредитными и

⁶³ Tavakoli J.M. Credit Derivatives and Synthetic Structures: a Guide to Instruments and Applications. P. 233.

⁶⁴ Ibid.

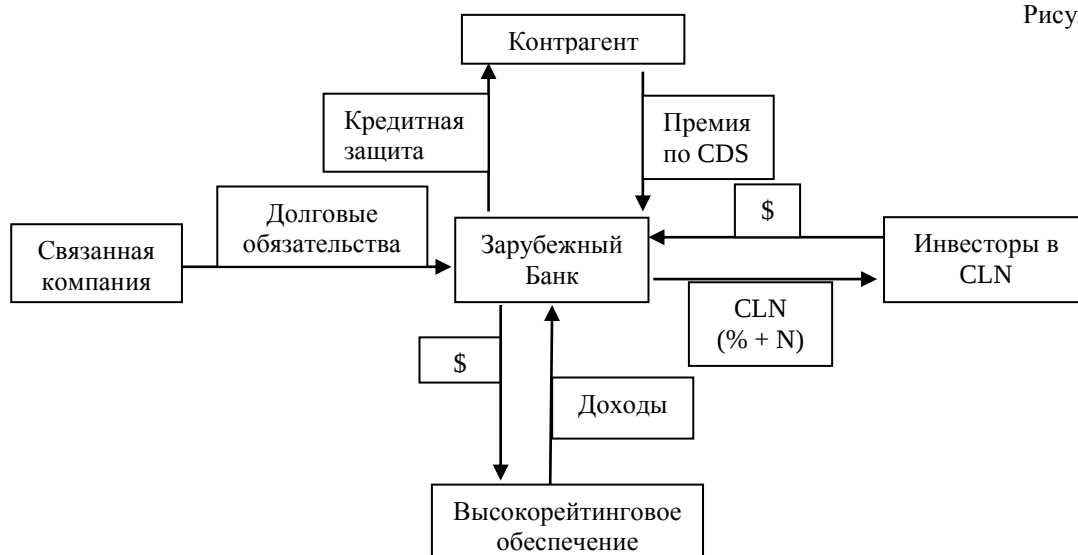
рыночными рисками без продажи базовых активов с баланса; предоставлять и приобретать кредитную защиту по связанным долговым обязательствам; учитывать параметры волатильности современной экономической конъюнктуры, в том числе кредитный спрэд и рыночную стоимость долговых требований; осуществлять сложные финансовые схемы с участием как одной так и нескольких связанных компаний и вследствие этого расширять базу клиентов и инвесторов; реструктурировать связанные долговые обязательства и варьировать стоимость привлекаемых финансовых ресурсов в зависимости от структуры купонных выплат по связанным кредитным нотам; учитывать интересы инвесторов, включающие дистанционное владение долговыми требованиями той или иной связанной компании, а также получение более высокого купонного дохода по сравнению с ситуацией приобретения традиционных долговых ценных бумаг.

2.2 Выпуск связанных кредитных нот на международных финансовых рынках.

Двумя наиболее распространенными на мировом рынке схемами выпуска связанных кредитных нот для иностранных и отечественных заемщиков являются эмиссии CLN банковскими институтами, а также компаниями специального назначения - SPV (special purpose vehicles).

В случае организации эмиссии связанных кредитных нот посредством зарубежного банка схема выпуска CLN работает следующим образом (рисунок 18).

Рисунок 18.



Источник: составлено автором.

Допустим, что на международном рынке капитала инвесторы желают инвестировать определенную сумму в размере \$ в долговые обязательства некоторой компании. В качестве посредника сделки выступает зарубежный банк, который

осуществит эмиссию связанных кредитных нот на основе долговых обязательств компании на сумму \$ и разместит их среди инвесторов.

Предварительно с целью покрытия расходов на купонные платежи в пользу инвесторов по CLN банк заключает контракт в виде кредитного дефолтного свопа с некоторым контрагентом также на сумму \$. Согласно контракту кредитного дефолтного свопа контрагент обязуется осуществлять выплаты в пользу банка в обмен на то, что банк гарантирует контрагенту кредитную защиту - страховку в случае неблагоприятного кредитного события по долгам обязательствам связанной компании. Сумма фиксированных выплат составит в итоге премию по кредитному дефолтному свопу. В случае кредитного дефолтного свопа премия может также быть выплачена единовременным платежом. При этом банк осуществляет выпуск и размещение связанных кредитных нот среди инвесторов на сумму, равную стоимости контракта в виде кредитного дефолтного свопа. Выплаты по связанным кредитным нотам будут зависеть от возможности наступления неблагоприятного кредитного события по долгам обязательствам связанной компании. С целью увеличить собственные резервы по обслуживанию выплат по связанным кредитным нотам банк может инвестировать полученные поступления от реализации CLN на рынке в высокорейтинговые ценные бумаги. Сгенерированные денежные потоки – доход от владения приобретенными ценными бумагами - составят обеспечение, которое в совокупности с премией по контракту кредитного дефолтного свопа будет использоваться для покрытия расходов банка в рамках текущей сделки. В случае если кредитное событие не происходит, то деривативный контракт прекращает действовать. Банк оставляет за собой премию по кредитному дефолтному свопу и выплачивает в пользу владельцев связанных кредитных нот первоначальную сумму их инвестирования в CLN (\$) и оставшиеся к моменту погашения купонные выплаты. В случае наступления неблагоприятного события по долгам обязательствам связанной компании стоимость связанных кредитных нот, выпущенных ранее на основе указанного долга, снизится на величину (X) и составит (\$-X). Тогда банк выплачивает контрагенту контракта на кредитный дефолтный своп обещанную страховку - разницу между первоначальной стоимостью контракта (\$) и постдефолтной стоимостью (\$-X) в размере X. При этом выплаты в пользу инвесторов составят лишь постдефолтную стоимость CLN в размере (\$-X).

В случае банкротства банка-эмитента инвесторы несут убытки независимо от наступления кредитного события относительно связанных компаний и, таким образом, являются носителями кредитного риска как связанных компаний, на основе долговых

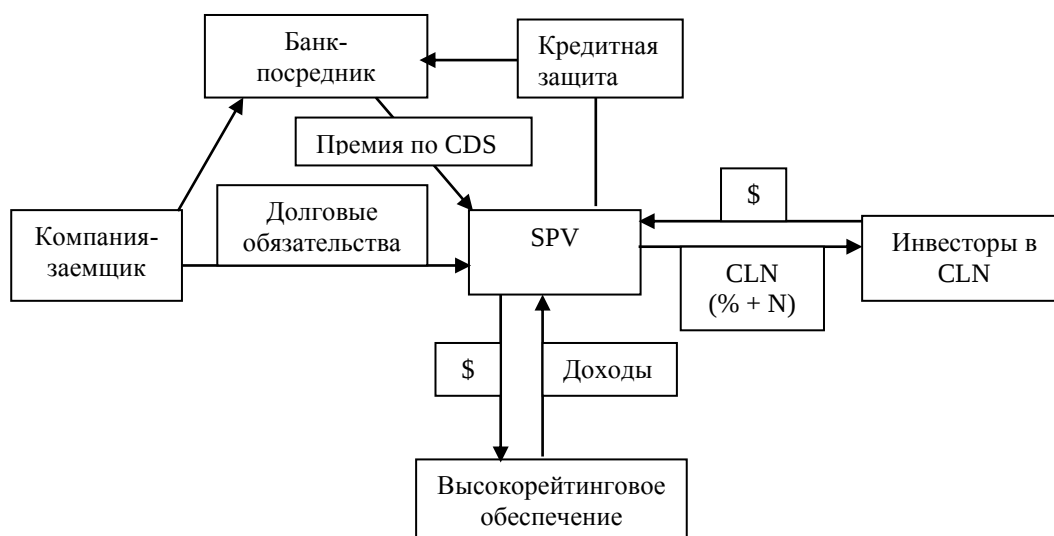
обязательств которых формируются CLN, так и банка-эмитента, вследствие чего растет стоимость заемного финансирования.

Выпуск связанных кредитных нот также может осуществляться при помощи компаний специального назначения. Компании специального назначения или SPV (special purpose vehicles) представляют собой компании, часто аффилированные с инициатором сделки.

К примеру, некоторая компания желает выйти на рынок капитала и привлечь определенный объем финансирования путем размещения среди инвесторов собственных долговых обязательств. Однако их характеристики не устраивают многих инвесторов и являются для них непривлекательными или недоступными для инвестирования, что автоматически снижает количество потенциальных клиентов и шансы заемщика привлечь требуемый объем финансирования по приемлемой стоимости. Для решения подобного несоответствия и формирования на основе долговых обязательств компании-заемщика привлекательных объектов инвестиционных вложений может быть создана SPV-компания. Компания-заемщик либо создает самостоятельно SPV-компанию, если сможет удовлетворить всем требованиям процесса ее формирования, либо обращается с подобной целью к посредникам - другим участникам финансового рынка в лице международного инвестиционного банка или компании. По некоторым оценкам экспертов создание SPV-компании может являться достаточно дорогостоящим процессом. Наиболее стандартной является схема следующего характера:

Посредник в лице компании или банка заключает соглашение в виде кредитного дефолтного свопа с SPV-компанией, созданной специально для выпуска долговых обязательств с необходимыми инвестиционными параметрами (рисунок 19).

Рисунок 19.



Источник: составлено автором.

Данный контракт гарантирует посреднику своеобразную страховку от кредитного события в отношении компании-заемщика, а именно SPV-компания в обмен на выплачиваемую посредником в ее пользу премию по CDS-соглашению обязуется в случае наступления кредитного события выплатить посреднику компенсацию стоимости дефолтных долговых обязательств компании-заемщика. Затем SPV-компания формирует на основе долговых обязательств компании-заемщика доступные для вложений связанные кредитные ноты с привлекательными инвестиционными характеристиками и размещает их среди инвесторов на сумму, равную стоимости контракта в виде кредитного дефолтного свопа. Средства от размещения CLN SPV-компания использует для покупки высокорейтинговых долговых ценных бумаг, которые будут являться обеспечением для выплат основной суммы долга по CLN при их погашении инвесторами. Часто выбор обеспечения для CLN, которое приобретает SPV-компания, проходит в согласовании с интересами инвесторов. Доходы, получаемые SPV-компанией по долговым ценным бумагам, лежащим в основе обеспечения CLN, а также премия, выплату которой осуществляет посредник по CDS – соглашению в пользу SPV-компания, суммарно составляют основу для купонных выплат инвесторам по связанным кредитным нотам и покрытия других необходимых расходов.

В случае если кредитное событие по долговым обязательствам компании-заемщика не наступает, SPV-компания выплачивает инвесторам основную сумму долга и причитающиеся купонные платежи по связанным кредитным нотам. В случае дефолта по долговым обязательствам компании-заемщика SPV-компания продает приобретенные ранее высокорейтинговые долговые ценные бумаги в качестве обеспечения и использует полученные средства для выполнения условий CDS-соглашения. При этом связанные кредитные ноты погашаются с учетом выплаты инвесторам оставшейся суммы ликвидированного обеспечения.

На взгляд автора выпуск связанных кредитных нот посредством SPV-компания может быть более выгодным по сравнению с эмиссией CLN зарубежным банком. Так, как было отмечено ранее, если выпуск связанных кредитных нот осуществляет зарубежный банк, то инвестор подвергается кредитному риску не только компании-заемщика, но также и непосредственно самого банка-эмитента. Согласно зарубежной практике в случае дефолта банка-эмитента CLN по собственным долговым обязательствам инвесторы могут потерять часть или всю сумму своих первоначальных инвестиций и купонных выплат по связанным кредитным нотам даже если в отношении долговых обязательств заемщика не происходило никаких неблагоприятных кредитных событий.

При выпуске CLN SPV-компанией инвесторы, как правило, подвержены лишь риску компании-заемщика в связи с тем, что вероятность банкротства компании специального назначения является достаточно низкой.

Правовая структура SPV-компании предполагает независимость компании специального назначения от возможных неблагоприятных кредитных событий в отношении материнской компании или компании-гаранта. Подобная независимость может быть достигнута благодаря нескольким условиям. Во-первых, SPV-компании создаются обособленно от задолженности материнской компании или компании-гаранта, вследствие чего банкротство последних незначительно влияет, а в некоторых случаях, не влияет вовсе на финансовую состоятельность компании специального назначения. Во-вторых, функции SPV-компании, а также ее долговые обязательства ограничиваются определенной сферой деятельности – в данном случае – выпуском CLN, что также снижает вероятность ее банкротства. Кроме того, ограничение обязательств SPV обслуживанием приобретенных инвесторами CLN делает выплаты по связанным кредитным нотам практически гарантированными. Благодаря тому, что SPV-компания является независимой от кредитных событий материнской компании или компании-гаранта, а также обладает в качестве обеспечения собственной финансовой деятельности высокорейтинговыми долговыми ценными бумагами, то, как правило, такой компании ведущие рейтинговые агентства присваивают высокий кредитный рейтинг. С учетом указанных факторов процедура выпуска CLN через SPV-компанию позволяет получить более высокий кредитный рейтинг и для связанных кредитных нот в сравнении с рейтингом компании-заемщика. При этом кредитный риск, принимаемый на себя инвесторами при покупке связанных кредитных нот, значительно сокращается, что способствует снижению стоимости привлекаемых финансовых ресурсов для организатора сделки.

Следует заметить, что в случае выпуска CLN зарубежным банком-эмитентом такой банк, как правило, также является обладателем достаточно высокого кредитного рейтинга и даже может его повысить путем приобретения высокорейтинговых долговых ценных бумаг, что способствует успешности выпусков CLN с использованием данной схемы. Тем не менее такой рейтинг, в основном, оказывается меньше, чем кредитный рейтинг SPV-компании. Помимо обслуживания долга по связанным кредитным нотам зарубежный банк имеет обязательства по отношению к собственным клиентам, которые могут быть достаточно многочисленными. Вследствие этого может существовать значительная вероятность неплатежеспособности зарубежного банка в том числе и в отношении выплат по связанным кредитным нотам, что увеличивает риск дефолта банка и не позволяет получить высокий кредитный рейтинг для CLN.

Таким образом, выпуск связанных кредитных нот SPV-компанией становится выгоднее для инициаторов сделки или компаний-заемщиков в сравнении с эмиссией CLN зарубежным банком-эмитентом. Данная схема позволяет создавать и реализовывать на рынке долговые ценные бумаги с более высоким кредитным рейтингом, вследствие чего появляется возможность привлекать ресурсы по благоприятным рыночным ставкам. С точки зрения инвесторов низкая стоимость привлечения финансовых ресурсов инициатором сделки означает получение пониженного купонного дохода по связанным кредитным нотам. Тем не менее подобная схема эмиссии CLN позволяет инвесторам приобретать связанные кредитные ноты у высокорейтинговой SPV-компании с меньшим риском, чем если бы это происходило при покупке долговых обязательств у зарубежного банка-эмитента. Подобное участие на рынке корпоративных долговых обязательств для многих инвесторов является более предпочтительным, а возможно и единственным вариантом капиталовложений с позиции собственных интересов и возможностей.

2.3 Связанные кредитные ноты в деятельности Lehman Brothers Holdings Inc.

Lehman Brothers Holdings Inc. (далее - Lehman Brothers), будучи основанным в 1850 году в Нью-Йорке, являлся в первой половине 2000-х гг. одним из лидеров в сфере инвестиционного банкинга, управления частными инвестициями и активами, торговли ценными бумагами, в том числе и с фиксированной доходностью, а также рыночных исследований. Тем не менее в сентябре 2008 г. банк заявил о собственном банкротстве и, как следствие, заморозке всех собственных обязательств, что оказало значительное влияние на рынок структурированных финансовых инструментов, в том числе в Сингапуре и Гонконге, где Lehman Brothers осуществлял продажи связанных кредитных нот по специальным программам под кодовым названием «минибонды», в связи с чем инвесторы финансовых рынков данных регионов понесли колоссальные убытки.

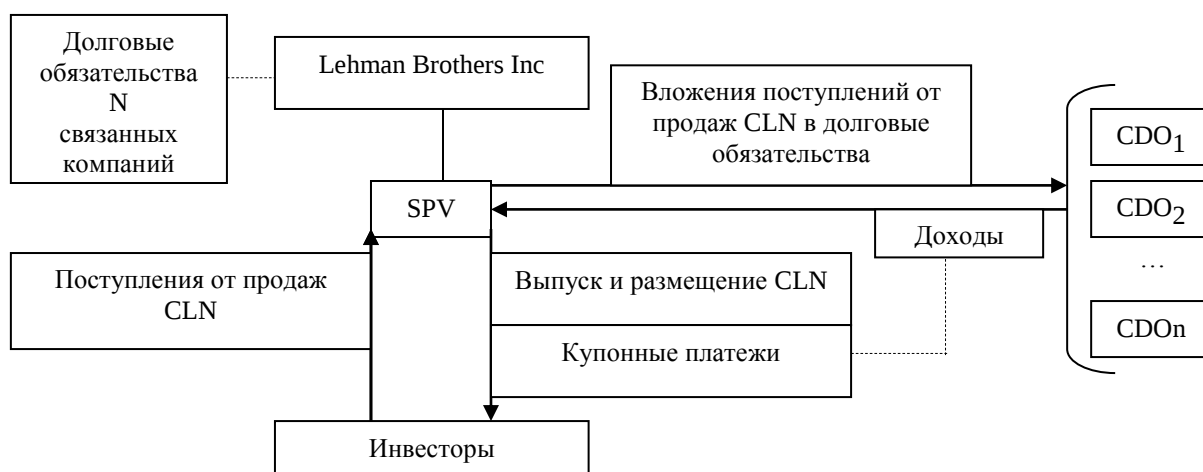
Минибонды представляли собой структурированные долговые финансовые инструменты с элементами кредитного дериватива - связанные кредитные ноты, выплаты по которым были привязаны к долговым обязательствам определенного количества связанных компаний. Название данной программы - «Минибонды» - указывало на то, что продажа данных инструментов осуществлялась при минимальной деноминации. В результате минибонды становились более доступными для индивидуальных инвесторов. Lehman Brothers начал осуществлять выпуски минибондов (далее - связанных кредитных нот или CLN) с 2002 г.

На рынке Сингапура структурированные финансовые инструменты впервые появились в 1999 г., став при этом одним из быстрорастущих сегментов финансового

рынка данной страны. С каждым годом в ответ на растущий спрос росло и предложение подобных финансовых инноваций, структурированные финансовые инструменты становились все сложнее, в результате чего на рынке появились и связанные кредитные ноты (минибонды). Некоторые структурированные сделки с использованием связанных кредитных нот были настолько сложными, что даже опытные эксперты финансовых рынков испытывали затруднение при объяснении их механизма функционирования. Тем не менее более высокая доходность в сравнении со ставками по депозитам являлась достаточно привлекательной для многих инвесторов. Так, по некоторым оценкам, в 2007 г. в Сингапуре было реализовано структурированных финансовых продуктов приблизительно на 3 млрд сингапурских долларов.⁶⁵

Минибонды в Сингапуре появились менее чем за 3 года до банкротства Lehman Brothers и были структурированы по типу так называемых first-to-default credit linked notes - связанных кредитных нот, выплаты по которым зависели от финансового состояния долговых обязательств связанных компаний, а именно вероятности наступления кредитного события (банкротства или неплатежеспособности) по хотя бы одной из N связанных компаний, чьи долговые обязательства лежали в основе связанных кредитных нот (рисунок 20).

Рисунок 20.



Источник: составлено автором.

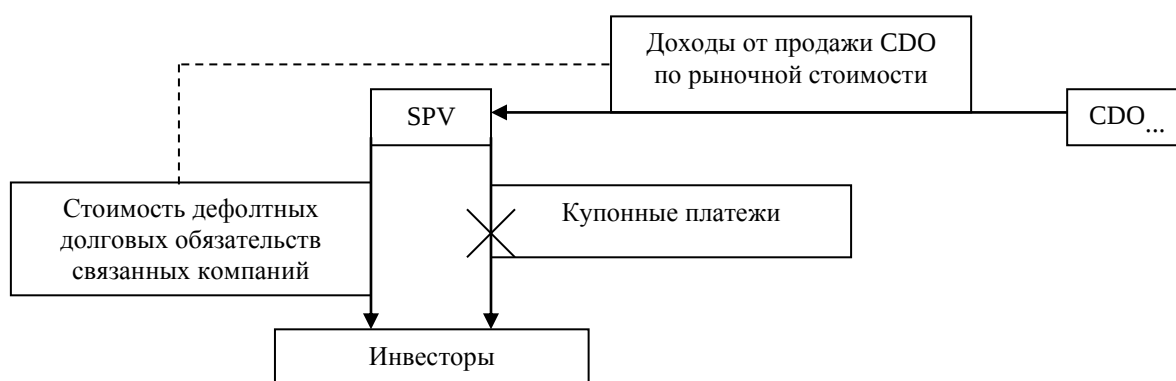
На средства от реализации связанных кредитных нот среди инвесторов эмитент, как правило, приобретал высокорейтинговые облигации, обеспеченные долговыми

⁶⁵ Chew V. Lehman Brothers Minibond saga: the products // Интернет-сайт электронной энциклопедии истории, культуры, народа и событий Сингапура «Singapore Infopedia. An electronic encyclopedia on Singapore's history, culture, people and events». National Library Board Singapore, 2010. URL: http://infopedia.nl.sg/articles/SIP_1655_2010-03-19.html (дата обращения: 17.04.2013 г.).

обязательствами (CDO - collateralized debt obligations), часть поступлений по которым могла использоваться при осуществлении выплат по CLN. До момента погашения связанных кредитных нот инвесторам выплачивался регулярный купонный доход. В случае, если кредитное событие не наступало, инвесторы при погашении CLN получали основную сумму долга с учетом купонных выплат.

При наступлении кредитного события в отношении долговых обязательств одной из всей совокупности связанных компаний происходило досрочное погашение CLN по восстановительной стоимости - рыночной стоимости связанных с ними долговых обязательств на момент погашения нот, как правило, значительно меньшей в сравнении с первоначальными инвестициями в CLN. При этом эмитент связанных кредитных нот осуществлял продажу CDO по рыночной стоимости и мог использовать полученные средства для выполнения собственных обязательств (рисунок 21). Выплаты купонного дохода по CLN ограничивались моментом наступления кредитного события.

Рисунок 21.



Источник: составлено автором.

Приобретение связанных кредитных нот не гарантировало инвесторам защиту от потерь всех их первоначальных инвестиций. Следует заметить, что досрочное погашение связанных кредитных нот могло быть вызвано и резким снижением рыночной стоимости CDO, в результате чего инвесторы также несли убытки.

Обычно в структуру связанных кредитных нот был встроен кредитный дефолтный своп (CDS - credit default swap), представлявший собой соглашение между эмитентом CLN и третьей стороной - контрагентом по своп-соглашению в лице какого-либо участника финансового рынка, в рамках которого стороны в течение обращения CLN осуществляли платежи в пользу друг – друга (рисунок 22).

Так, эмитент связанных кредитных нот передавал доходы, полученные по CDO, контрагенту в обмен на выплаты в виде премии по кредитному дефолтному свопу, которые могли использоваться эмитентом в дальнейшем для осуществления платежей в

пользу инвесторов CLN. Следует заметить, что при наступлении кредитного события контрагент по своп-соглашению обладал преимуществом перед инвесторами при получении всех причитающихся в таком случае выплат.

Рисунок 22.



Источник: составлено автором.

В период с апреля 2006 г. по август 2008 г. было осуществлено 9 выпусков связанных кредитных нот, в каждом из которых участвовали обязательства от 6 до 7 связанных компаний, в числе которых были American Express, Citigroup, DBS Bank, JPMorgan Chase & Co, Singapore Telecommunications (Singtel) and Standard Chartered Bank, Aviva Public Limited Company (PLC), HSBC Bank PLC, Prudential PLC, Singtel и другие.⁶⁶ Следует заметить, что в 2007 г. по версии финансового журнала Гонконга «The asset» связанные кредитные ноты стали лучшей кредитной структурированной сделкой. Однако структура сделок с использованием связанных кредитных нот осложнялась тем, что в некоторых выпусках Lehman Brothers выступал не только как организатор сделки, но одновременно являлся связанной компанией. Например, в двух выпусках CLN, организованных в 2007 г., Lehman Brothers выступал в роли связанной компании наряду с Goldman Sachs, Macquarie Bank, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Oversea-Chinese Banking Corp и United Overseas Bank.⁶⁷ Более того, в некоторых выпусках Lehman Brothers являлся также контрагентом по своп-соглашениям, а его долговые обязательства входили в

⁶⁶ Chew V. Lehman Brothers Minibond saga: the products // Интернет-сайт электронной энциклопедии истории, культуры, народа и событий Сингапура «Singapore Infopedia. An electronic encyclopedia on Singapore's history, culture, people and events». National Library Board Singapore, 2010. URL: http://infopedia.nl.sg/articles/SIP_1655_2010-03-19.html (дата обращения: 17.04.2013 г.).

⁶⁷ Ibid.

портфель CDO. Таким образом, связанные кредитные ноты в рамках программы «минибонды» были структурированы на основе долговых обязательств непосредственно Lehman Brothers и других связанных компаний, а также включали своп-соглашения, одной из сторон по которым также являлся Lehman Brothers. В результате одним из значительных источников риска для инвесторов в «минибонды» являлись сложнейшие структурированные сделки, включающие выпуски CLN, основанных на долговых обязательствах связанных компаний, наличие долговых обязательств Lehman Brothers в портфелях CDO, а также участие Lehman Brothers в качестве контрагента в многочисленных своп-соглашениях.

Минимальная сумма инвестирования в связанные кредитные ноты варьировалась от 5000 до 25000 сингапурских долларов, однако осуществлялись инвестиции и в гораздо больших масштабах. Так, индивидуальные инвесторы, число которых достигло практически 10000, осуществили инвестиции в CLN на сумму около 500 млн сингапурских долларов.⁶⁸

В Гонконге эмиссия связанных кредитных нот по программе «минибонды» осуществлялась компанией специального назначения Pacific International Finance Limited (Pacific), зарегистрированной на Каймановых островах. Согласно данным Комиссии по ценным бумагам и фьючерсам Гонконга (Securities and Futures Commission of Hong Kong – SFC) данная SPV-компания разместила среди индивидуальных инвесторов CLN приблизительно на сумму 13,9 млрд гонконгских долларов. Всего было осуществлено 32 серии выпусков минибондов.⁶⁹ При этом выпуски связанных кредитных нот были организованы дочерней компанией Lehman Brothers в Гонконге - Lehman Brothers Asia Limited.

Процентные выплаты по CLN, а также выплаты основной суммы долга, зависели от финансового состояния каждой из семи связанных компаний и их возможностей недопущения наступления определенного кредитного события по собственным долговым обязательствам. По данным SFC в число связанных компаний при выпусках CLN входили HSBC, Hutchison Whampoa, DBS Group Holdings Ltd., Swire Pacific Ltd., Sun Hung Kai

⁶⁸ Chew V. Lehman Brothers Minibond saga: the products // Интернет-сайт электронной энциклопедии истории, культуры, народа и событий Сингапура «Singapore Infopedia. An electronic encyclopedia on Singapore's history, culture, people and events». National Library Board Singapore, 2010. URL: http://infopedia.nl.sg/articles/SIP_1655_2010-03-19.html (дата обращения: 17.04.2013 г.).

⁶⁹ Issues raised by the Lehman Minibonds Crisis. Report to the Financial Secretary // Securities and Futures Commission (SFC). – December, 2008. – P. 28. Интернет-сайт Комиссии по ценным бумагам и фьючерсам Гонконга Securities and Futures Commission of Hong Kong. Систем. требования: Foxit Reader. URL: <http://www.sfc.hk/web/doc/EN/general/general/lehman/Review%20Report/Review%20Report.pdf> (дата обращения: 04.12.2013 г.).

Properties Ltd., Goldman Sachs Group Inc. и Morgan Stanley.⁷⁰ В качестве кредитного события признавались неплатежеспособность, банкротство или же неспособность отвечать по собственным долговым обязательствам хотя бы одной из всего списка связанных компаний. Инвесторы, приобретая связанные кредитные ноты, фактически принимали на себя риск наступления указанного кредитного события.

Финансовые средства, полученные от продажи связанных кредитных нот инвесторам, использовались SPV-компанией Pacific International Finance для вложений в портфель CDO, имеющих на момент покупки кредитный рейтинг AAA и номинированных в долларах США, выступающий в качестве обеспечения выплат по CLN. Выбор CDO осуществлялся организатором Lehman Brothers Asia Limited от имени Pacific International Finance. Кроме того, связанные кредитные ноты были "защищены" множественными своп-соглашениями между SPV-компанией Pacific International Finance и дочерней компанией Lehman Brothers - Lehman Brothers Special Financing Inc. Данные соглашения также обеспечивали выплаты по связанным кредитным нотам в пользу инвесторов. Так, по своп-соглашениям SPV-компания выплачивала Lehman Brothers Special Financing Inc. доходы, полученные по портфелю CDO. В свою очередь Lehman Brothers Special Financing направляла в Pacific International Finance фиксированные платежи, предназначенные для оплаты купонного дохода по связанным кредитным нотам.

Согласно условиям, предоставляемым по программе "минибонды", фиксированный купонный доход на квартальной основе выплачивался инвесторам до момента погашения связанных кредитных нот. При погашении CLN в согласованные сроки инвесторы также получали полную сумму основного долга или же стоимость, по которой изначально приобретались связанные кредитные ноты.

В случае, если кредитное событие все же наступало, то купонные выплаты по CLN ограничивались моментом дефолта, а по сумме основного долга могла быть возвращена лишь часть, равная постдефолтной рыночной стоимости долговых обязательств связанных компаний. Однако с большой вероятностью данное возмещение могло составлять значительно меньшую сумму в сравнении не только с первоначальными инвестициями в CLN, но и постдефолтной рыночной стоимостью связанных долговых обязательств. Так, при наступлении кредитного события помимо осуществления выплат в пользу инвесторов SPV-компания обязывалась доставить CDO Lehman Brothers Special Financing в обмен на выплаты, используемые для погашения связанных кредитных нот. При этом связанные кредитные ноты должны были бы погашаться в пользу инвесторов по рыночной постдефолтной стоимости долговых обязательств связанных компаний, однако

⁷⁰ Issues raised by the Lehmans Minibonds Crisis. Report to the Financial Secretary. – P. 33.

фактически сумма погашения по CLN корректировалась на выплаты по своп-соглашению, а также в зависимости от рыночной стоимости CDO. Таким образом, при наступлении кредитного события по долговым обязательствам связанных компаний инвесторы несли потери в части первоначальных инвестиций в CLN, которые могли быть увеличены вследствие необходимости осуществления выплат в пользу контрагента по кредитному дефолтному свопу или же изменения рыночной стоимости CDO в неблагоприятную сторону.

Помимо риска возникновения кредитного события в отношении долговых обязательств связанных компаний инвесторы были подвержены риску банкротства контрагента по кредитному дефолтному свопу Lehman Brothers Special Financing Inc., в результате которого были бы осуществлены продажи CDO и с учетом вырученных средств досрочно погашены связанные кредитные ноты. В случае, если рыночная стоимость CDO на момент банкротства контрагента по своп-соглашению оказалась бы меньше первоначальных инвестиций в CLN, то инвесторы также понесли бы значительные убытки. Следует заметить, что гарантом обязательств контрагента по своп-соглашению Lehman Brothers Special Financing Inc. выступал непосредственно сам Lehman Brothers Holdings Inc.

Связанные кредитные ноты распределялись среди инвесторов Гонконга посредством дистрибьютеров, в качестве которых выступали 20 банков и 3 брокера.⁷¹ Кроме того, CLN могли продаваться инвесторам так называемыми субдистрибьютерами - различными лицензированными компаниями или учреждениями, имеющими право на рыночное перераспределение связанных кредитных нот.

Следует заметить, что на рынке связанные кредитные ноты Lehman Brothers часто именовались как «немарочные» (white labeled). Под «немарочным» понимается продукт, который выпускается без наличия торговой марки эмитента, что впоследствии позволяет его дистрибьютерам присваивать продукту свою марку. Продажа связанных кредитных нот Lehman Brothers во многих случаях осуществлялась сторонними банками, компаниями и брокерами как своих собственных CLN, что в определенной степени делало сделки с использованием связанных кредитных нот еще более сложными и запутанными. Кроме того, практика подобных продаж не предполагала детального раскрытия структуры сделок CLN и разъяснения объема рисков и возможных потерь инвесторам при всей их неочевидности. Так, согласно данным Комиссии по ценным бумагам и фьючерсам Гонконга банками Morgan Stanley, DBS Bank и UBS было организовано эмиссий CLN приблизительно на 408 млн, 2,45 млрд и 49 млн гонконгских долларов соответственно.

⁷¹ Issues raised by the Lehman's Minibonds Crisis. Report to the Financial Secretary. – P. 29.

Кроме того, выпуски связанных кредитных нот помимо Сингапура и Гонконга были организованы на финансовых рынках Индонезии, Тайваня, Испании, Германии, а также США. Всего за 2008 г. Lehman Brothers осуществил продаж структурированных финансовых инструментов на сумму порядка 900 млн долл. (США).⁷²

В совокупности сделок с использованием CLN выпуск минибондов осуществлялся компаниями специального назначения (SPV), расположенными на Каймановых и Британских Виргинских островах. Полученные средства от продаж связанных кредитных нот затем вкладывались данными компаниями в высокорейтинговые ценные бумаги. Впоследствии SPV-компании заключали с третьими сторонами своп-соглашения, посредством которых предоставляли страховку от риска возникновения кредитного события, к примеру, дефолта, по связанным компаниям, долговые обязательства которых лежали в основе связанных кредитных нот.

Как оказалось, деньги инвесторов, полученные от продажи им «минибондов», все чаще вкладывались не только в высокорейтинговые ценные бумаги связанных компаний, но также с успехом инвестировались в высокорисковые долговые обязательства и сложные структурированные продукты, в частности CDO и ABS (asset-backed securities – ценные бумаги, обеспеченные определенным набором активов). Ко всему прочему, многие структуры сделок имели в своем составе многочисленные деривативные контракты, такие как процентные и валютные свопы, что позволяло номинировать связанные кредитные ноты в требуемой валюте, а также выпускать их с необходимым видом купонных выплат - фиксированных или плавающих.

Покупая связанные кредитные ноты, инвесторы приобретали возможность получать больший доход по CLN в сравнении с обычными депозитами или облигациями с сопоставимой доходностью. Такая повышенная доходность состояла из процентных выплат по высокорейтинговым долговым обязательствам и платежей по своп-соглашению. При этом инвесторы принимали на себя не только основной риск - риск дефолта по долговым обязательствам связанных компаний, лежащим в основе CLN, вследствие которого они могли бы понести потери всех или части своих вложений, но также и менее очевидные дополнительные риски, последствия которых могли быть не менее разрушительны для инвесторов связанных кредитных нот. Наиболее важным из таких дополнительных рисков являлся риск возможного дефолта одной из сторон по деривативным контрактам или же своп-соглашениям, в числе которых в последствии оказался сам Lehman Brothers.

⁷² Issues raised by the Lehman's Minibonds Crisis. Report to the Financial Secretary. – P. 30 – 31.

После объявления о банкротстве Lehman Brothers деривативные контракты, одной из сторон которых являлся и сам банк, требовали урегулирования платежей. Подобное урегулирование предполагало продажу CDO и других структурированных продуктов и распределение полученных в результате денежных средств между участниками контракта и инвесторами в соответствии с указанной в договоре сделки очередности платежей. С точки зрения теории банкротство Lehman Brothers не должно было вызвать негативных последствий. Ведь деривативные контракты сконструированы таким образом, что в случае банкротства одной из сторон все необходимые выплаты должны быть урегулированы посредством средств, генерируемых данными контрактами. Однако объявление о банкротстве Lehman Brothers способствовало значительному росту волатильности финансовых рынков, что в последствии привело к резкому снижению стоимости CDO, представлявших собой обеспечение выплат по CLN, а также значительным потерям по своп-соглашениям.

Интересен тот факт, что основная часть потерь произошла именно вследствие коллапса Lehman Brothers, а не в результате рисков по обязательствам связанных компаний, принятых на себя инвесторами. На момент банкротства Lehman Brothers не наблюдалось ни одного дефолта по долговым обязательствам связанных компаний, лежащим в основе CLN. Тем не менее в некоторых сделках масштаб убытков усугубился использованием в них сложных структурированных финансовых инструментов, которым не хватало ликвидности при попытках их реализации на рынке.

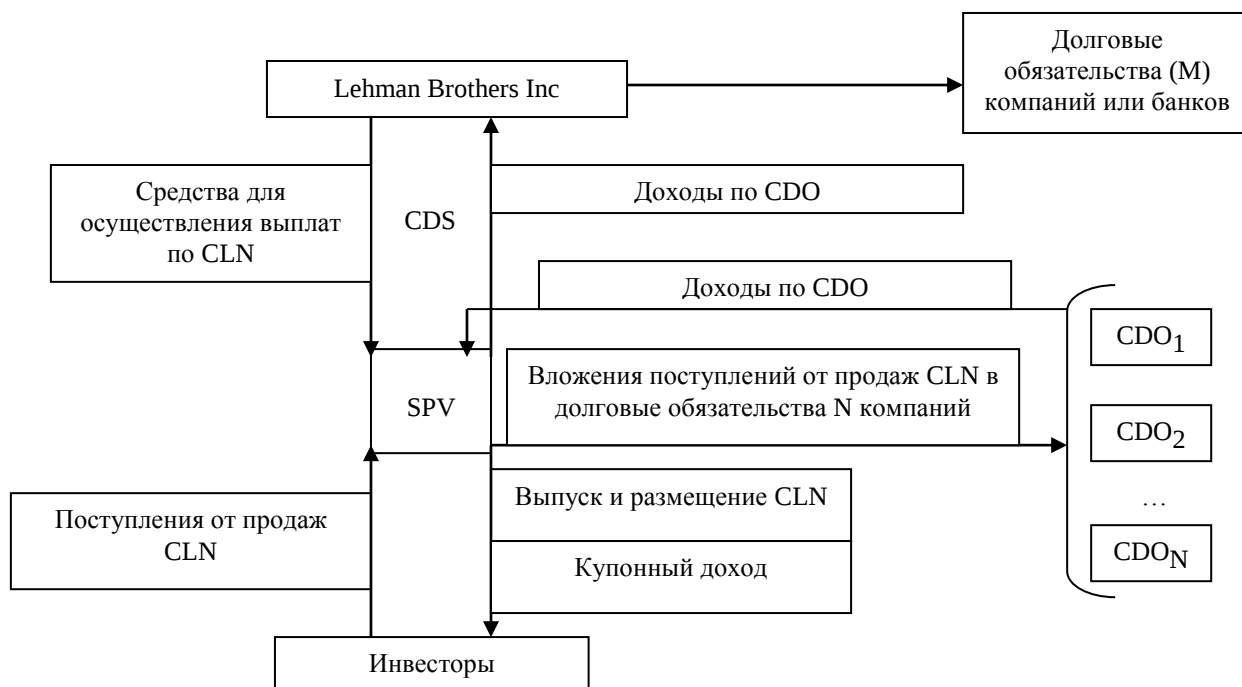
Чтобы лучше понять, как происходило использование связанных кредитных нот в структурированных сделках, можно рассмотреть следующий пример (рисунок 23).

Lehman Brothers приобрел долговые ценные бумаги у некоторого количества компаний или банков (М). По факту приобретения долговых обязательств Lehman Brothers стал носителем риска банкротства или неплатежеспособности данных компаний или банков, который теперь необходимо было нейтрализовать. Lehman Brothers, желая обеспечить себе своеобразную страховку по указанному риску, организовал выпуск связанных кредитных нот или же минибондов с включенным в структуру сделки кредитным дефолтным свопом при помощи своей дочерней SPV-компании (компании специального назначения), которая распределила CLN среди инвесторов.

Посредством покупки минибондов и передачи собственных вложений в CLN SPV-компании инвесторы фактически становились продавцами кредитного дефолтного свопа, согласно которому предоставляли кредитную защиту для Lehman Brothers на случай наступления кредитного события в отношении долговых обязательств (М) связанных компаний или банков. В обмен на предоставление кредитной защиты Lehman Brothers

осуществлял в пользу инвесторов посредством SPV фиксированные выплаты: часть премии по CDS и купонный платеж, суммарно составляющие повышенный купонный доход по CLN.

Рисунок 23.



, где $N > M$.

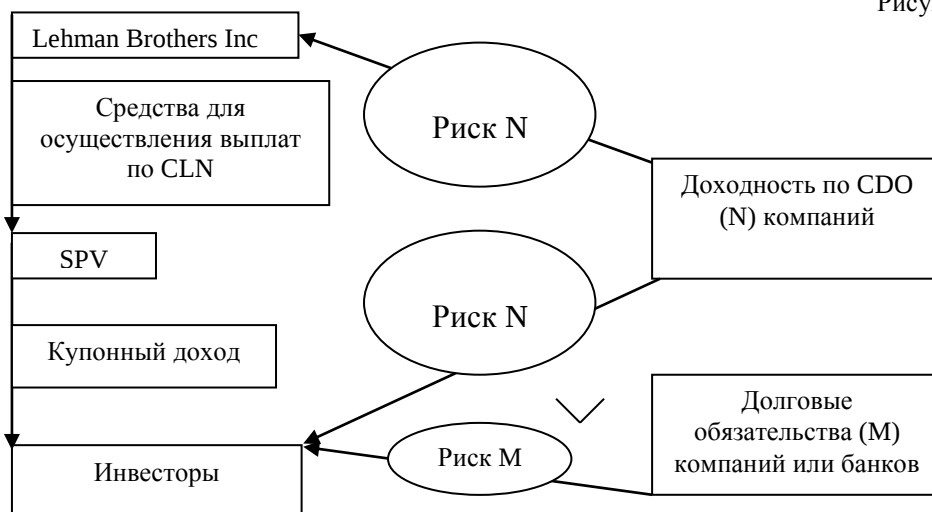
Источник: составлено автором.

В частности, SPV-компания использовала полученные после продажи CLN инвесторам денежные средства для инвестирования в портфель высокорейтинговых облигаций, обеспеченных долговыми обязательствами (CDO), выпущенных гораздо большим количеством компаний (N) в сравнении с числом (M) связанных компаний и банков, доходы по которым затем передавались в Lehman Brothers. Lehman Brothers, в свою очередь, из полученных доходов по CDO осуществлял передачу средств SPV-компании для осуществления выплат по CLN.

Следует заметить, что поступления по CDO не являлись фиксированными, вследствие чего они могли как превышать, так и быть меньше фиксированных выплат, осуществляемых Lehman Brothers по связанным кредитным нотам. Тем самым Lehman Brothers принимал на себя риск волатильности доходов по CDO. Ситуация усложнялась тем, что при этом SPV-компания осуществляла выплаты по CLN в пользу инвесторов на уровне, не превышающем размер фиксированных выплат. Данное обстоятельство стимулировало SPV-компанию с согласия Lehman Brothers увеличивать прибыльность подобных транзакций посредством вложений средств, полученных от инвесторов при приобретении связанных кредитных нот, в CDO с более высоким риском, доходность

которых значительно превышала бы фиксированные купонные выплаты по CLN в пользу инвесторов. При этом инвесторы, принимая на себя кредитный риск (М) связанных компаний и банков путем покупки связанных кредитных нот, становились негласными носителями риска волатильности поступлений по приобретенным на их вложения высоко-рисковым CDO (рисунок 24).

Рисунок 24.



, где риск N > риска М.

Источник: составлено автором.

Такой ход сделки был нечестным по отношению к инвесторам по причине того, что в проспектах эмиссии CLN в качестве объектов вложений указывались долговые обязательства (М) связанных компаний и банков без прямого упоминания о последующих вложениях средств инвесторов в высоко-рисковые CDO.

Кроме того, Lehman Brothers использовал в качестве (М) связанных компаний и банков участников финансового рынка с достаточно низкими кредитными рисками и, соответственно, высокими рейтингами, что создавало ложное впечатление о том, что инвесторы являлись носителями низкого кредитного риска. На самом деле покупатели связанных кредитных нот несли еще и более высокие риски по облигациям, обеспеченным долговыми обязательствами, включающие в себя риск дефолта, а также риск снижения стоимости CDO (N) компаний. Тем не менее при этом Lehman Brothers осуществлял в пользу инвесторов такие фиксированные купонные выплаты по CLN, как если бы они несли риски только лишь (М) компаний и банков, тогда как разницу между более высокой доходностью по рисковому CDO и фиксированными выплатами в пользу инвесторов присваивал посредством транзакций через собственную SPV-компанию.

Таким образом, доходность минибондов не была адекватной рискам, принятым на себя инвесторами. Фактически Lehman Brothers в рамках данной схемы мог гарантировать инвесторам компенсацию потерь вследствие дефолта лишь некоторых связанных

компаний из всего множества компаний и банков, долговые обязательства которых входили в CLN, а также в портфель высоко-рисковых CDO. SPV-компания могла инвестировать поступления от продаж CLN в высоко-рисковые финансовые инструменты, получать при этом доходность выше фиксированных выплат, выплачиваемых в пользу инвесторов минибондов, однако в случае дефолта по многим из данных высоко-рисковых долговых обязательств главный удар приходился бы на покупателей CLN.

При наступлении кредитного события механизм сделки должен был быть приостановлен. Согласно договору кредитное событие подразумевало дефолт по хотя бы одной из связанных компаний или банков (M), в случае чего инвесторы, как продавцы своеобразной страховки Lehman Brothers, теряли бы все свои первоначальные вложения в минибонды. На самом деле, кредитное событие должно было включать также и вероятность банкротства по (N) компаниям или же дефолт по определенной части их CDO или кредитных деривативов, включенных в сделку, в случае чего все минибонды также подлежали бы ликвидации и потери вновь понесли бы инвесторы.

Следует заметить, что данный список кредитных событий не включал такой вариант, как банкротство непосредственно самого Lehman Brothers в качестве контрагента по своп-соглашению, что в итоге и произошло в 2008 г. Вследствие чего минибонды не были ликвидированы сиюминутно, однако инвесторы все еще рисковали своими вложениями, т.к. в условиях мирового финансового кризиса стоимость CDO и кредитных деривативов, используемых в сделках в качестве обеспечения, значительно снижалась. Кроме того, вероятность наступления кредитного события по какой-либо из компаний была на тот момент достаточно высокой. В связи с банкротством Lehman Brothers фиксированные выплаты в пользу инвесторов прекратились, а доходность по CDO и другим долговым обязательствам и деривативам практически приравнивалась к нулю, как правило, в связи с тем, что многие из них являлись продуктами низкого кредитного качества и высокого риска.

Когда инвесторы осознали весь масштаб возможных потерь, которые они могут понести в результате банкротства Lehman Brothers с учетом влияния мирового финансового кризиса, то заявили, что дистрибьютеры CLN не были достаточно компетентны в вопросах разъяснения всех рисков по связанным кредитным нотам, вследствие чего недобросовестно и не вполне ясно презентовали механизм функционирования данного финансового инструмента. В связи с тем, что структуры сделок с использованием связанных кредитных нот были достаточно сложными, запутанными и неочевидными на первый взгляд, многие торговые представители сами не

полностью понимали лежащие в их основе риски и поэтому вряд ли смогли грамотно донести их содержание до инвесторов.

Следует заметить, что даже наименование программы выпуска связанных кредитных нот как выпуска минибондов изначально могло вводить инвесторов, а также и других участников сделок, в некоторое заблуждение. Бонды традиционно понимались как долговые ценные бумаги, обладающие фиксированной и гарантированной доходностью, а также относительно низким по своей природе риском, тогда как минибонды, как было ранее рассмотрено, не отличались наличием данных характеристик. Тем не менее по данным исследования Комиссии по ценным бумагам и фьючерсам Гонконга, в проспекты, подготовленные в рамках программы выпуска CLN, были включены пункты, согласно которым инвесторы предупреждались о рисках, которые могли быть вызваны при осуществлении вложений в связанные кредитные ноты. Такие пункты содержали предупреждения о том, что при вложении в CLN для инвесторов существует риск полной или же частичной потери вложенных финансовых средств. Кроме того, в проспектах содержалось заявление о том, что связанные кредитные ноты не предназначены для каждого участника финансового рынка, при помощи которого подразумевалось, что прежде чем инвестировать в данный финансовый инструмент, необходимо было серьезно подойти к оценке собственного финансового состояния и инвестиционных целей. В случае наличия определенных сомнений по поводу приобретения CLN инвесторам рекомендовалось получение независимой профессиональной консультации.

Кроме того, в проспекте разъяснялись также возможные последствия рисков наступления кредитного события, досрочного погашения, снижения рыночной стоимости долговых обязательств, лежащих в основе связанных кредитных нот, а также низкой ликвидности рынка CLN.

Так, в случае наступления кредитного события по одному из связанных предприятий начиналась процедура досрочного погашения связанных кредитных нот. Стоимость погашения CLN рассчитывалась на основе стоимости долговых обязательств связанной компании, которая пострадала от того или иного кредитного события. Как только новости о наступлении кредитного события по одной из связанных компаний становились известны участникам финансового рынка, стоимость ее долговых обязательств, как правило, снижалась. В результате стоимость связанных кредитных нот, а также доходы, получаемые инвесторами, в совокупности могли составлять гораздо меньшую сумму в сравнении с первоначальными инвестициями в CLN.

В случае досрочного погашения своп-соглашение (деривативный контракт) также прекращало свое действие и обеспечение или же долговые обязательства, лежащие в его

основе, выставлялись на продажу с целью осуществления посредством полученных средств платежей по контракту. В качестве возможных причин досрочного погашения связанных кредитных нот указывались такие, как кредитное событие, дефолт по минибондам, досрочные выплаты по CDO, обложение налогами дочерней компании специального назначения или же выпуска минибондов в стране ее базирования, и, наконец, прекращение действия своп-соглашения вследствие, к примеру, ликвидации одной из сторон контракта. Следует заметить, что в таком случае инвесторы CLN получали свою долю в выручке от продаж обеспечения лишь после осуществления прочих выплат по контракту. В частности, если возможность осуществления выплат по свопу существовала, то в первую очередь удовлетворялись требования контрагентов по своп-контракту, а не инвесторов в минибонды.

В проспектах эмиссии связанных кредитных нот разъяснялось также, что рыночная стоимость обеспечения зависит от его ликвидности. Несмотря на то, что на момент покупки обеспечение обладало высокими кредитными рейтингами, в дальнейшем могла существовать вероятность снижения как присвоенных ему рейтингов, так и его стоимости. В случае досрочного погашения обеспечение распродавалось, а финансовые средства, полученные от его продажи, использовались при выплатах инвесторам связанных кредитных нот, однако после осуществления всех необходимых платежей. Если рыночная стоимость обеспечения снижалась, к примеру, в случае снижения его кредитного качества, то суммы, полученные инвесторами CLN, могли быть меньше или же значительно меньше их первоначальных инвестиций.

В случаях, когда в состав обеспечения по своп-соглашениям входили облигации, обеспеченные долговыми обязательствами (CDO), в отношении которых наступало досрочное погашение вследствие кредитного события по компаниям, долговые обязательства которых лежали в основе CDO, то происходило и досрочное погашение минибондов, несмотря на то, что по связанным компаниям CLN кредитное событие не наступало.

Наконец, в случае, когда инвесторы минибондов пытались бы реализовать CLN на рынке, то в связи с отсутствием ликвидного рынка минибондов они могли бы получить меньшую сумму в сравнении с первоначальными инвестициями в связанные кредитные ноты.

Принимая во внимание механизм структурирования сделок со связанными кредитными нотами, необходимо отметить, что подобная сложность возможных структур сделок CLN не обязательно предполагает то, что они являются неоправданно или же чрезмерно рисковыми финансовыми инструментами. Основной причиной возникновения

убытков значительного масштаба на зарубежных финансовых рынках признается все же не схема функционирования связанных кредитных нот как финансового инструмента, а человеческий фактор, в том числе возможная дезинформация или недобросовестная презентация программы минибондов на стадии знакомства инвесторов с ними, сокрытие высоких рисков по CDO, а вследствие этого несоответствие рисков, принимаемых на себя инвесторами, и итоговой доходности по связанным кредитным нотам.

2.4 Система организации торговли и расчетов по связанным кредитным нотам на еврорыночном рынке ссудного капитала.

На еврорыночном рынке капитала торговля CLN осуществляется при помощи депозитарно-клиринговых систем Euroclear и Clearstream. Говоря более подробно об истории создания данных систем, следует заметить, что первоначально не существовало регулируемого рынка евробумаг. Стремление сделать его таковым обусловило создание так называемой системы саморегулирования еврорыночного рынка. В 1969 г. была создана Ассоциация участников международных фондовых рынков – ISMA (ранее – Ассоциация международных облигационных дилеров), в которую в начале 1990-х гг. входили 866 членов, включающих 166 из Великобритании, 138 из Швейцарии, 60 из Люксембурга, а также 57 из Германии.⁷³ В связи с тем, что Лондон является основным центром торговли евробумаг, штаб-квартира ISMA находилась именно там. В 2000 г. ISMA, а также 13 ведущими банками и компаниями по ценным бумагам была создана торговая система COREDEAL, предназначенная для совершения операций с долговыми финансовыми инструментами.

Другой организацией по регулированию рынка евробумаг, в том числе и связанных кредитных нот, являлась Международная ассоциация первичных рынков – IPMA, созданная в 1984 г. членами ISMA, которые занимались размещением бумаг на первичном рынке. Данная организация представляла собой объединение финансовых посредников, которые функционировали на первичном рынке акций и облигаций. Более того, ассоциация являлась ответственной за создание правил, обязанностей и форм необходимых документов для эмитентов евробумаг и кредиторов по поводу их размещения на международном финансовом рынке. Наконец, в 1989 г. начала функционировать система подтверждения сделок TRAX, при помощи которой происходит фиксация параметров сделки ее участниками, а также их мгновенная проверка на возможные отклонения от установленных правил и стандартов, что способствует

⁷³ Моисеев С.Р. Международные финансовые рынки и международные финансовые институты / Московский международный институт эконометрики, информатики, финансов и права. М., 2003. С. 199.

повышению эффективности и надежности транзакций на рынке евробумаг. Только в 2004 г. данная система сосредоточила в себе около 30 млн сделок.⁷⁴ Помимо TRAX с 1989 г. также функционирует база данных CUPID по ценным бумагам, торговля которыми ведется, в том числе, и на евровалютном рынке ссудного капитала. Такая база обеспечивает предельно подробную информацию по каждой торгуемой бумаге, количество фиксируемых параметров которой доходит до 400 (включая дату погашения, номинал, объем эмиссии, величину купона и даты выплаты, детали, касающиеся фонда погашения, пут и колл оговорки, наименование гаранта, коды и рейтинги, членов синдиката андеррайтеров, место листинга, даты реализации права конверсии и т.п.).⁷⁵

В целом организациями ISMA и IPMA была создана система мониторинга, контроля и регулирования рынка евробумаг, предусматривающая определенные правила проведения транзакций, а также этику поведения и процедуры разрешения конфликтов.

В 2005 г. произошло слияние ISMA и IPMA, вследствие чего была образована Ассоциация участников международного рынка капиталов – ICMA, членами которой к 2007 г. являлись 430 фирм из 50 стран мира.⁷⁶ Следует заметить, что именно ICMA представляет собой организацию, устанавливающую правила функционирования рынка евробумаг, на котором в отсутствие государственного регулирования не наблюдается значительных нарушений. Кроме того, ICMA является поставщиком информации по рынкам евробумаг, организатором образовательных семинаров, а также органом выдачи специальных дипломов, позволяющих функционировать на международных фондовых рынках. Сбор, а также обработка информации о деятельности рынка евробумаг, в том числе и связанных кредитных нот, обеспечивается дочерней компанией ICMA, расположенной в Лондоне. Секретариат же данной организации функционирует в Швейцарии, г. Цюрих. Законодательство Великобритании присвоило ICMA статус специальной биржи, в распоряжении которой находится рынок евробумаг. Совет по ценным бумагам и фьючерсам, а также Агентство по финансовому надзору признали данную организацию международной и саморегулирующей.

Одной из особенностей CLN является то, что связанные кредитные ноты торгуются только на внебиржевом рынке.⁷⁷ Важно заметить, что на таком рынке почти не действуют национальные нормы регулирования какой-либо определенной страны. Тем не менее внебиржевой рынок евробумаг является строго регулируемым правилами организации

⁷⁴ Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки: Учебное пособие для вузов. М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. С. 762.

⁷⁵ Там же. С. 763.

⁷⁶ Там же. С. 762.

⁷⁷ Кашин С. Нотная азбука // Секрет фирмы. – 2004. – №41. Интернет-сайт журнала "Коммерсантъ Секрет Фирмы": URL: <http://www.kommersant.ru/doc/860065> (дата обращения: 20.04.2011 г.).

ИСМА и других вышеупомянутых структур, касающихся, например, спреда, минимального размера лота, а также времени торгов. К примеру, минимальный лот устанавливается в зависимости от обращающегося финансового инструмента. Несмотря на отсутствие фиксированного рабочего времени на внебиржевом рынке евробумаг профессиональные его участники должны функционировать в специально отведенные для работы часы. Профессиональными участниками, а именно, дилерами внебиржевого рынка евробумаг могут являться банки, а также компании по ценным бумагам, подпадающие под национальное регулирование той или иной страны. Поддерживается внебиржевой рынок лид-менеджерами выпуска евробумаг, которые в свою очередь являются и маркетмейкерами выпусков, путем покупки ценных бумаг при превышении предложения над спросом и их продажи при обратной ситуации.

Как уже отмечалось ранее, непосредственно расчеты на рынке евробумаг и, в частности, по CLN производятся при помощи двух депозитарно-клиринговых систем - Euroclear и Clearstream. Euroclear была создана в 1968 г. в Брюсселе в качестве дочерней компании банка США Morgan Guaranty Trust Company.⁷⁸ До 2000 г. в состав данной системы входили следующие организации: 1) Компания Euroclear Clearance System PLC (Великобритания, штаб-квартира – г. Цюрих). 2) Кооператив Euroclear Clearance System Societe Cooperative (Бельгия). 3) Непосредственно клиринговая система торговли евробумагами Euroclear System. 4) Операционный центр Euroclear Operation Centre (Брюссель). Начиная с 2000 г. в связи с постепенной реорганизацией данной депозитарно-клиринговой системы в расчетный центр Европейского региона ее состав был пополнен 4 депозитариями – SICOVAM (Франция), NECIGEF (Голландия) CIK (Бельгия), Crest Co. (Великобритания), которые обслуживают биржу Euronext. И если ранее операционный центр функционировал под руководством Morgan Guaranty, то в 2001 г. на смену банку пришел специально созданный расчетный банк Euroclear Bank. Наконец, в 2005 г. Кооператив был сменен холдинговой материнской компанией Euroclear SA/NV, специально созданной в Бельгии. Следует заметить, что еще в 1978 г. в Euroclear была запущена система, позволяющая предоставлять ценные бумаги займам автоматически. Услугами Euroclear к 2007 г. пользовались уже более 100 акционеров в лице банков и финансовых институтов с долей, не превышающей для каждого 3,5% всего капитала, а также более 2000 других участников.⁷⁹ Основными функциями Euroclear, кроме осуществления расчетов по бумагам и их хранения, являются определение ведущих направлений политики организации, принятие новых участников в систему, определение

⁷⁸ Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки: Учебное пособие для вузов. С. 758.

⁷⁹ Там же. С. 760.

категорий депонируемых ценных бумаг, а также установление размера комиссионных платежей.

В 1970 г. была создана вторая депозитарно-клиринговая система Cedel (штаб-квартира – Люксембург), которая в результате собственного поглощения в 1999 г. депозитарно-клиринговой системой Немецкой биржи Deutsche Borse Clearing, стала носить название Clearstream. На 2007 г. объем операций Clearstream составлял 1/3 операций Euroclear на международных рынках.⁸⁰ Если среди участников Euroclear в основном преобладали компании по ценным бумагам, то Clearstream объединяла в себе в большей мере банки-участники. Акционерами Clearstream к концу 1990-х гг. являлись более 100 участников в лице банков, а также компаний по ценным бумагам, с долей каждого не более 5% капитала, рассредоточенных среди 19 стран мира.

Расчеты Euroclear и Clearstream осуществляются при помощи собственных систем компаний Euclid и Sedcom 2000 соответственно, а также путем использования межбанковской системы SWIFT. Следует заметить, что ранее, в 1971 г., данными депозитно-клиринговыми системами был создан так называемый «Мост» - специальный расчетный механизм, предполагающий взаиморасчеты между данными организациями, компьютеризированный, а также модернизированный в последующие 1981 и 1993 гг. В настоящее время Euroclear и Clearstream также могут предоставлять услуги хранения ценных бумаг в сотрудничестве с определенными депозитарными банками Euroclear, а также национальными депозитарно-клиринговыми системами и центральными банками. В основном такие депозитарии являются платежными агентами по ценным бумагам. Clearstream предусматривает открытое и закрытое хранение ценных бумаг, тогда как Euroclear обеспечивает хранение ценных бумаг только в открытом доступе, т.е. с указанием общего количества принадлежащих одному участнику евробумаг, без раскрытия их серий и номеров.

Следует отметить, что Euroclear и Clearstream способны с успехом обеспечивать эффективность, низкие издержки, а также безопасность осуществления сделок на рынке евробумаг, в том числе и CLN.

Эффективность проведения операций достигается путем так называемой системы взаимозачетов, в которой лишь для 5% всех осуществляемых сделок необходимо реальное движение средств - ценных бумаг или денежных фондов.⁸¹ Такие реальные движения осуществляются при помощи электронных записей на счетах корпораций и банков -

⁸⁰ Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки: Учебное пособие для вузов. С. 760.

⁸¹ Там же. С. 761.

участников. В настоящее время такие расчеты успешно ведутся в режиме реального времени.

Низкие издержки проведения операций для участников связаны с тем, что комиссии за одну сделку купли-продажи по некоторым оценкам составляют примерно 25 долл. (США), что может быть объяснено довольно большими оборотами ценных бумаг. К примеру, за 2007 г. оборот ценных бумаг в Euroclear составил 561,8 трлн евро, незначительно снизившись за 2008 г. до 559,8 трлн евро. Наконец, в 2009 г. ввиду кризисных событий в мировой экономике данная величина составила лишь 500 трлн евро.⁸² Вступительные взносы для участников рынка – инвесторов – составляют несколько тысяч долларов. Кроме комиссионных и взносов, клиринговые системы получают комиссию за депозитарное обслуживание компаний-участников. Следует отметить, что получаемая таким образом клиринговыми системами прибыль снова реинвестируется в их развитие, и выплата дивидендов по акциям не производится.

Безопасность обусловлена тем, что при осуществлении расчетов клиринговыми системами используется метод «поставка против платежа», который предполагает наличие фондов на счетах обеих сторон, достаточных для выполнения своих обязательств. Также клиринговые системы производят проверку параметров сделки, включающих количество, вид и стоимость ценных бумаг, которые будут принимать участие в расчетах. Только при таких условиях контрагенты вправе совершать сделки. В случае нехватки средств на счету контрагента клиринговые системы могут предоставить покрытие для проведения текущей сделки. Возврат средств на счета может быть осуществлен по первому требованию кредитора, учитывая выплаты процентов по их использованию. Данный возврат средств является гарантируемым не только клиринговыми системами, но также и одним из ведущих в мире банковских синдикатов, осуществляющим поддержку определенной клиринговой системы. Примером банка-организатора такого синдиката может служить Citibank, являющийся гарантом клиринговой системы Clearstream. Таким образом, использование данных депозитарно-клиринговых систем способствует минимизации, а фактически и полному устранению рисков потерь сертификата, а также риска урегулирования. К примеру, к 2007 г. уже 97% сделок в среднем улаживались в срок, установленный системами.⁸³

В числе дополнительных преимуществ таких клиринговых систем следует назвать то, что данные системы могут выступать в качестве кредиторов и дебиторов в отношении

⁸² Euroclear plc Annual Report // Euroclear, 2010. – Р. 6. Интернет-сайт депозитарно-клиринговой системы Euroclear. Систем. требования: Foxit Reader. URL: https://www.euroclear.com/dam/annualreport/1_Euroclear_AR_and_PLC_2010.pdf (дата обращения: 10.11.2011 г.).

⁸³ Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки: Учебное пособие для вузов. С. 758.

участников такой системы, что позволяет компаниям-участникам клиринговых систем извлекать дополнительную прибыль. Кроме того, в настоящее время скорость проведения клиринговых операций увеличилась – до нескольких раз в день, и появилась возможность их осуществления в режиме реального времени. На сегодняшний день при помощи данных депозитно-клиринговых систем осуществляются расчеты с более чем 300 тыс. различных видов ценных бумаг в 30 валютах. Наконец, клиринговые системы обладают достаточно прозрачной информацией о движении их собственных средств. Совместно с ISMA компаниями Euroclear и Clearstream была создана система подтверждения и сверки ACE, при помощи которой сверка транзакций может осуществляться в день совершения самой сделки.

Нельзя не отметить, что депозитарно-клиринговые организации также оказались под влиянием мирового финансового кризиса. К примеру, за период с 2007 по 2008 гг. совокупная стоимость депонированных в Euroclear ценных бумаг снизилась с 19,2 до 18,0 трлн евро, однако количество осуществленных сделок данной организации с ценными бумагами за это же время возросло с 155,6 до 157,3 млн, сократившись в объеме с 561,8 до 559,8 трлн евро.⁸⁴ Такой рост количества сделок с ценными бумагами, хоть и незначительный, в какой-то степени может свидетельствовать о высоком доверии экономических субъектов к подобного рода финансовым системам в кризисных условиях, а также о стремлении самой системы путем необходимых финансовых транзакций поддерживать функционирование евровалютного рынка ссудного капитала на должном уровне. Так, в период с 2008 по 2013 гг. совокупная стоимость депонированных ценных бумаг, а также количество транзакций выросли в 1,3 и 1,08 раза, составив 24,2 трлн евро и 170,4 млн операций соответственно. При этом объем осуществленных сделок по итогам 2013 года составил 572,8 трлн евро.⁸⁵

⁸⁴ Euroclear plc Annual Report // Euroclear, 2010. – Р. 6. Интернет-сайт депозитарно-клиринговой системы Euroclear. Систем. требования: Foxit Reader. URL: https://www.euroclear.com/dam/annualreport/1_Euroclear_AR_and_PLC_2010.pdf (дата обращения: 10.11.2011 г.).

⁸⁵ Euroclear Annual Report // Euroclear, 2013. – Р. 10. Интернет-сайт депозитарно-клиринговой системы Euroclear. Систем. требования: Foxit Reader. URL: <https://www.euroclear.com/dam/annualreport/Euroclear-plc-Annual-Report-2013.pdf> (дата обращения: 15.08.2014 г.).

Выводы.

В современной мировой экономике роль связанных кредитных нот предстает достаточно разноплановой и разнообразной. Структура CLN, включающая те или иные компоненты, предопределяет сферу их использования участниками современных финансовых рынков, в частности, компаниями, банками, а также инвесторами.

Анализ существующих на мировом рынке ссудного капитала видов и механизмов связанных кредитных нот позволяет выделить следующие критерии классификации данного финансового инструмента:

1. Критерий функциональной и целевой направленности связанных кредитных нот, согласно которому можно выделить структурированные и переупакованные CLN. Структурированные связанные кредитные ноты могут быть успешно применены в сделках привлечения финансирования, а также в целях управления кредитным и рыночным рисками с учетом волатильности определенных параметров экономической конъюнктуры; переупакованные связанные кредитные ноты – в случае реструктуризации долговых обязательств и их переоформления в более привлекательные и доступные с точки зрения инвестиционных вложений финансовые инструменты.

2. Критерий деривативных составляющих предполагает формирование связанных кредитных нот в комбинации с определенным видом кредитного дериватива в рамках категории структурированных CLN, а именно CLN с кредитным дефолтным свопом, свопом на совокупный доход, а также опционом и форвардом на кредитный спрэд. Подобные разновидности CLN позволяют предоставлять и приобретать кредитную защиту по связанным долговым обязательствам, передавать частично или полностью кредитный и рыночный риски инвесторам без осуществления продажи базовых активов с баланса компании или банка, а также учитывать параметры волатильности современной экономической конъюнктуры, в том числе динамику рыночной стоимости и кредитного спреда долговых требований, извлекая при этом дополнительную доходность по используемым в сделках финансовым инструментам.

3. Критерий финансовых параметров связанных кредитных нот, в рамках которого могут быть выделены CLN с защищенной суммой основного долга и определенным видом дохода, включающие связанные кредитные ноты с увеличенными и уменьшенными купонными выплатами, CLN с чувствительным к изменению кредитного риска купонным доходом, а также связанные кредитные ноты с дисконтом. Используя связанные кредитные ноты данной группы в собственной деятельности, банки и компании получают возможность добиваться на договорной основе наиболее благоприятной стоимости привлекаемых финансовых ресурсов в зависимости от структуры купонных выплат по

связанным кредитным нотам и учитывать интересы инвесторов относительно гарантии возврата их вложений в CLN, тем самым увеличивая базу потенциальных покупателей данного финансового инструмента.

4. Критерий количества контрагентов сделок, подразумевающий разграничение связанных кредитных нот на «единичные» и «портфельные» CLN, при помощи которых экономические субъекты получают возможность выстраивать сложные финансовые схемы с участием как одной, так и нескольких связанных компаний, что способствует развитию сотрудничества с большим количеством контрагентов, укреплению связей и собственной репутации на международных финансовых рынках, а также увеличению возможных объемов привлекаемых финансовых ресурсов.

В общем и целом, связанные кредитные ноты представляют собой достаточно выгодный инструмент для участников финансовых рынков, в том числе отечественных компаний и банков. Так, может быть создан дополнительный рынок активов на базе долговых требований и обязательств компаний или банков, ранее низко ликвидных или же неликвидных вовсе, которые теперь могут торговаться на рынке капитала в качестве доступных для покупки и продажи долговых ценных бумаг – связанных кредитных нот, сформированных на основе указанного долга. При этом связанные кредитные ноты становятся привлекательным для вложений объектом с точки зрения инвесторов, прямой доступ которым на рынок традиционных деривативных инструментов или же корпоративных долговых ценных бумаг является закрытым или ограниченным. Предметом торговли также становятся риски, которые при помощи CLN могут быть отделены от долговых требований и эффективно распределены среди определенных контрагентов финансовых сделок. Связанные кредитные ноты позволяют реструктурировать денежный поток по встроенным деривативным контрактам в выплаты купонного дохода и основной суммы долга эмитентом CLN в пользу инвесторов. При помощи связанных кредитных нот могут быть удовлетворены требования тех участников финансовых рынков, которым необходимо приобрести кредитную защиту по долговым обязательствам компаний или банков. Кроме того, инвесторам путем покупки связанных кредитных нот может быть обеспечен доступ к дистанционному владению долговыми требованиями компании или банка без необходимости их непосредственного приобретения, а также желаемому объему кредитных рисков и необходимой величине купонного дохода.

Использование связанных кредитных нот может позволить российским экономическим субъектам реализовывать стратегические и тактические цели на финансовых рынках и решать соответствующие им задачи.

Так, банки (кредиторы) при выходе на рынок CLN могут удовлетворить следующие потребности: 1) эффективное управление кредитным риском; при помощи связанных кредитных нот банки получают возможность передавать инвесторам кредитный риск по выданным ссудам и другим имеющимся активам; 2) возможность передачи кредитного риска по портфелю долговых обязательств банка без фактического трансферта кредита или контракта с баланса банка; 3) снижение капитала, резервируемого на случай обслуживания того или иного корпоративного кредита и тем самым улучшение показателей доходности по рисковому капиталу; 4) рефинансирование кредитов с соблюдением требований достаточности капитала; 5) расширение клиентской базы; новые кредиты могут быть выданы до момента погашения клиентами всех предыдущих обязательств.

Компании (заемщики) при участии в сделках с использованием CLN могут достигнуть следующих целей: 1) привлечение финансирования на международных рынках капитала; использование связанных кредитных нот в подобных сделках обеспечивает доступ к денежным ресурсам более широкому кругу компаний, т.к. выпуск CLN, по мнению многих специалистов, является менее затратным и более скорым в сравнении, например, с выпуском еврооблигаций или организацией синдицированного банковского финансирования; 2) диверсификация источников финансирования; 3) эффективное управление ликвидностью и реструктуризация собственных активов или долговых обязательств; 4) расширение базы потенциальных контрагентов; 5) использование связанных кредитных нот в современном риск-менеджменте.

Инвесторы при осуществлении вложений собственных средств в связанные кредитные ноты могут получить следующие возможности: 1) получение более высокой доходности в сравнении с прямыми вложениями в обычные долговые ценные бумаги; 2) возможность инвестировать в ценную бумагу с элементом производного инструмента, что часто является для инвесторов более доступным и предпочтительным, нежели прямые вложения в деривативы; 3) практика участия на рынке корпоративных заимствований.

Выпуск связанных кредитных нот иностранными и отечественными заемщиками на международных финансовых рынках может осуществляться с использованием двух схем эмиссии: с участием зарубежного банка-эмитента или компании специального назначения (SPV-компании). Схема выпуска связанных кредитных нот с участием зарубежного банка-эмитента в целом является достаточно успешной, однако на взгляд автора эмиссия CLN компанией специального назначения является более привлекательной. Несмотря на то, что зарубежные банки, предоставляющие услуги по выпуску связанных кредитных нот, как правило, обладают высоким кредитным рейтингом, инвесторы в данной схеме будут

являться носителями кредитного риска как связанных компаний, на основе долговых обязательств которых формируются CLN, так и банка-эмитента. В данном случае зарубежный банк помимо обслуживания долга по связанным кредитным нотам имеет значительное количество обязательств других клиентов, что влечет за собой рост риска его дефолта. Вследствие повышенного риска, принимаемого на себя инвесторами, возрастает и купонный доход по связанным кредитным нотам, представляющий собой стоимость заемного финансирования, что с одной стороны может быть выгодным для инвесторов, но с другой стороны неблагоприятным для заемщиков.

В случае эмиссии связанных кредитных нот компанией специального назначения инвесторы, оставаясь подверженными кредитному риску связанных компаний, не несут кредитный риск эмитента CLN, так как вероятность банкротства SPV-компании достаточно низкая. Компании специального назначения являются независимыми от кредитных событий материнской компании или компании-гаранта (далее – компании-заемщика), так как создаются обособленно от ее задолженности (вследствие чего банкротство компании-заемщика, как правило, не приводит к дефолту SPV-компании), а также ограничиваются в функциях и объемах собственных долговых обязательств выпуском и обслуживанием долга по CLN. Вследствие указанных факторов, а также наличия высокорейтингового обеспечения обслуживание связанных кредитных нот становится практически гарантированным, что способствует присвоению компании специального назначения и выпущенным ею связанным кредитным нотам высокого кредитного рейтинга, обычно превышающего рейтинг компании-заемщика. С учетом высокого кредитного рейтинга по CLN, а также меньшего кредитного риска, который принимают на себя инвесторы в сравнении с предыдущей схемой выпуска связанных кредитных нот, купонный доход, а значит и стоимость привлекаемых финансовых ресурсов на рынке капитала могут быть снижены.

Анализ практики использования связанных кредитных нот в деятельности Lehman Brothers Inc. показывает, что сделки с участием CLN могут носить достаточно сложный и запутанный характер, вводить в заблуждение инвесторов и партнеров по финансовым транзакциям, а также вызывать убытки значительного масштаба. Основной причиной возникновения убытков вследствие банкротства Lehman Brothers признается не схема функционирования связанных кредитных нот как финансового инструмента, а человеческий фактор, в том числе возможная дезинформация, недобросовестная презентация программы минибондов на стадии знакомства с ними инвесторов, сокрытие высоких рисков по финансовым инструментам, которые входили в структуру сделок со

связанными кредитными нотами, вследствие чего и несоответствие рисков, принимаемых на себя инвесторами, и итоговой доходности по связанным кредитным нотам.

Тем не менее это не обязательно означает, что данный финансовый инструмент не пригоден для современных финансовых рынков. Негативный опыт использования связанных кредитных нот в практике зарубежных банков и компаний, напротив, может быть полезен для отечественных экономических субъектов с целью подробного анализа структуры сделок с CLN, а также выявления возможных причин и последствий их некорректного функционирования.

На международных финансовых рынках, в том числе и на еврорыночном рынке, торговля связанными кредитными нотами, а также урегулирование расчетов по данным финансовым инструментам осуществляются при помощи депозитарно-клиринговых систем Euroclear и Clearstream, механизм функционирования которых основан на принципах эффективности, низких издержек, а также безопасности осуществления сделок. Связанные кредитные ноты торгуются на внебиржевом рынке, на котором почти не действуют национальные нормы регулирования какого-либо государства. Тем не менее внебиржевой рынок является строго регулируемым правилами организации ISMA, устанавливающей стандарты функционирования рынка евробумаг и являющейся авторитетным поставщиком информации по данному рынку, в том числе и по операциям с использованием связанных кредитных нот, что предоставляет благоприятные возможности применения CLN в финансовой деятельности экономических субъектов и способствует росту их доверия к саморегулируемым организациям на международных финансовых рынках.

Глава 3. Российская специфика использования связанных кредитных нот в операциях привлечения международного финансирования.

3.1 Основные тенденции рынка связанных кредитных нот, используемых российскими компаниями и банками для привлечения международного финансирования.

На сегодняшний день в современных реалиях функционирования российского финансового сектора использование связанных кредитных нот в качестве инструмента рынка международных заимствований отечественными компаниями и банками может быть простимулировано двумя обстоятельствами.

В благоприятных экономических условиях реальный сектор экономики формирует довольно значительный спрос на кредитные финансовые ресурсы, и международный рынок капитала предоставляет отечественным экономическим субъектам возможность освоения новейших финансовых инструментов с целью расширения собственных возможностей по кредитованию, рефинансированию уже существующих долговых обязательств, а также заимствованию. Применение финансовых инноваций на практике, как и более эффективное использование уже имеющихся в арсенале инструментов рынка капитала, способствует лучшему решению вопросов управления рисками, привлечения финансовых средств в необходимых объемах на более выгодных условиях, расширения клиентской базы и в целом всей кредитно-депозитной деятельности экономических субъектов на национальном и международном финансовых рынках.

С другой стороны, в современных экономических условиях нередки и кризисные ситуации, когда с особой силой на внутреннем финансовом рынке страны обостряются проблемы нехватки ликвидности, ужесточения условий финансирования, сопровождающиеся резким ростом процентных ставок, снижением сроков предоставления необходимых финансовых ресурсов, падением доверия клиентов и потенциальных кредиторов и т.д. В данном случае отечественные экономические субъекты могут найти решение подобных вопросов на международных финансовых рынках, в частности, на евровалютном рынке ссудного капитала, где условия привлечения заимствования, как правило, гораздо лояльнее и выгоднее в сравнении с внутренним финансовым рынком. Подобные условия могут включать в себя не только более высокую ликвидность используемых финансовых инструментов, но также и большую степень доступности необходимых объемов финансирования по приемлемым процентным ставкам и срокам привлечения финансовых средств.

Однако следует отметить, что не все компании и банки могут позволить себе выход на рынки данного уровня в связи с тем, что участниками таких рынков в основном

являются контрагенты с достаточно высокими рейтингами, проверенной кредитной историей, зарекомендовавшие себя в качестве благонадежных партнеров с устойчивой финансовой репутацией. Согласно распространенному мнению российских экспертов именно получение высокого кредитного рейтинга становится нелегкой задачей для большинства отечественных экономических субъектов. Одним из обязательных условий присвоения кредитного рейтинга высокой категории на международном рынке капитала является наличие прозрачной консолидированной финансовой отчетности. Как известно, в силу определенной национальной специфики, не все банки и компании России на сегодняшний день обладают, или, с другой стороны, хотят обладать высокой степенью прозрачности собственной финансовой деятельности и кредитной истории.

Выход на международные финансовые рынки может быть затруднен типичным размером отечественных экономических субъектов. Небольшим компаниям и банкам часто становится не по силам нести достаточно обременительные расходы в связи с организацией выпуска тех или иных инструментов международных финансовых рынков. Привлечение третьих лиц - специалистов в качестве оценщиков готовности банка или компании для участия в операциях на международных рынках капитала, а также в целях юридического сопровождения финансовых сделок, является относительно дорогостоящей процедурой. Кроме того, непосредственно размещаемые на международных рынках капитала отечественные долговые финансовые обязательства могут обладать гораздо более низкой ликвидностью и характеризоваться более высокими рисками в сравнении с ценными бумагами зарубежных конкурентов. Помимо прочего, объем размещения может быть настолько незначительным, что не сможет заинтересовать необходимое количество андеррайтеров и инвесторов для осуществления выгодных финансовых транзакций.

Наконец, нестабильные инвестиционные условия и высокие потенциальные риски на отечественном рынке капитала могут препятствовать налаживанию плодотворного взаимовыгодного сотрудничества с зарубежными компаниями и банками в рамках привлечения их в качестве организаторов, участников сделок по заимствованию и предоставлению международного финансирования, расширения клиентской базы, базы инвесторов в ценные бумаги и иные финансовые инструменты.

Тем не менее, несмотря на вышеуказанные сложности, евровалютный рынок ссудного капитала все же способен предложить отечественным экономическим субъектам определенные финансовые инструменты, сочетающие в себе различные способы использования благоприятных потенциальных возможностей выхода на международные финансовые рынки. Подобный шанс российские компании и банки получают, практикуя использование в собственной финансовой деятельности связанных кредитных нот,

являющихся для многих первым шагом или же начальной стадией выхода на зарубежные рынки капитала.

Применительно к российскому финансовому рынку отечественные компании и банки в основном используют связанные кредитные ноты в качестве инструмента привлечения международных финансовых ресурсов и по большей части трактуют данный финансовый инструмент как долговую ценную бумагу.

Следует отметить, что рынок CLN российских заемщиков в заметных объемах функционирует уже более 10 лет. Впервые же CLN появились в России в начале 1990-х гг. при привлечении средств иностранных инвесторов на рынок финансовых активов с высокой доходностью. Согласно распространенной точке зрения отечественных финансовых аналитиков первые значительные выпуски связанных кредитных нот были осуществлены ОАО «Газпромбанк» в октябре 2002 г. в объеме 25 млн долл. (США), а также ОАО «Объединенные машиностроительные заводы» в ноябре 2002 г. на сумму 30 млн долл. (США). Далее последовало размещение CLN АФК «Система» на сумму 100 млн долл. (США).⁸⁶ Благоприятная рыночная ситуация, а также успешная организация первых выпусков CLN стимулировали активное развитие отечественного рынка данного финансового инструмента вплоть до мирового финансового кризиса 2008 и последующих гг., который, в частности, все же не смог прекратить его существование, негативно сказавшись лишь на определенных его параметрах. По мере освоения данного рынка такими крупными на то время банками и компаниями, как ОАО «Национальный банк «ТРАСТ»», ОАО «Автоваз», ЗАО «Русская медная компания», ТД «Копейка», на рынок стали привлекаться и более мелкие отечественные экономические субъекты.

Успешному начальному развитию рынка CLN российских заемщиков способствовал растущий интерес к связанным кредитным нотам со стороны зарубежных инвесторов, которые при помощи вложений в CLN получали свободный доступ на российский рынок кредитов и займов с наличием более высокой доходности по финансовым операциям, а также – опосредованно - на рынок рублевых облигаций.

Помимо прочего, непосредственно сама специфика связанных кредитных нот благоприятствовала столь активному развитию рынка данного финансового инструмента в России. Речь идет о так называемом договоре участия в кредитном риске, который согласно условиям выпуска CLN выступал в качестве их обеспечения, позволяя при этом рассчитывать на возможность принятия рисков по заемным средствам в значительном объеме не только крупным экономическим субъектам, но также и средним по размерам компаниям и банкам.

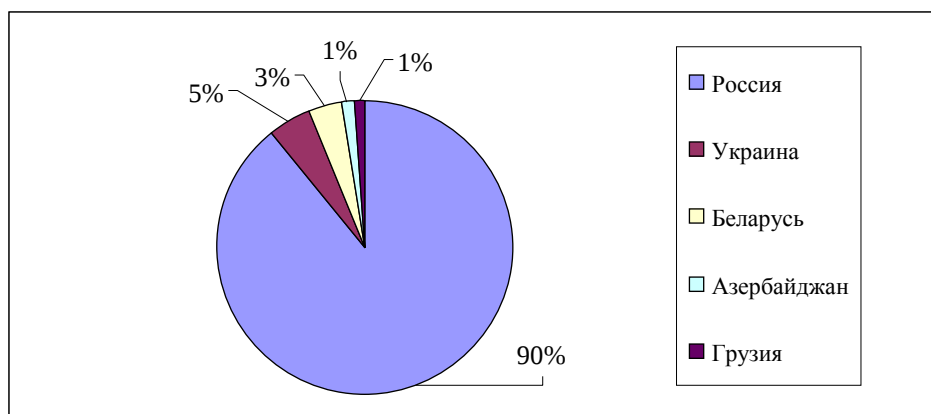
⁸⁶ Информационно-аналитические данные СМИ.

Наконец, первоначальные размеры комиссии по организации выпуска связанных кредитных нот в сравнении с эмиссией еврооблигаций или же организацией синдицированного кредитования являлись довольно незначительными, что также привлекало на рынок CLN новых потенциальных участников и клиентов.

К 2007 г. в эмиссиях связанных кредитных нот уже принимали активное участие заемщики таких стран, как Россия, Украина, Белоруссия, а позднее Грузия и Азербайджан. На российских участников приходилось за период с 2002 по 2010 гг. около 90% всех размещений по СНГ в связи с более низкими рисками на национальном финансовом рынке, а также значительным количеством заемщиков, подготовленных к сотрудничеству с иностранными инвесторами (рисунок 25).

Рисунок 25.

Объем эмиссий стран CLN по критерию резидентства заемщиков за 2002-2010 гг., %.



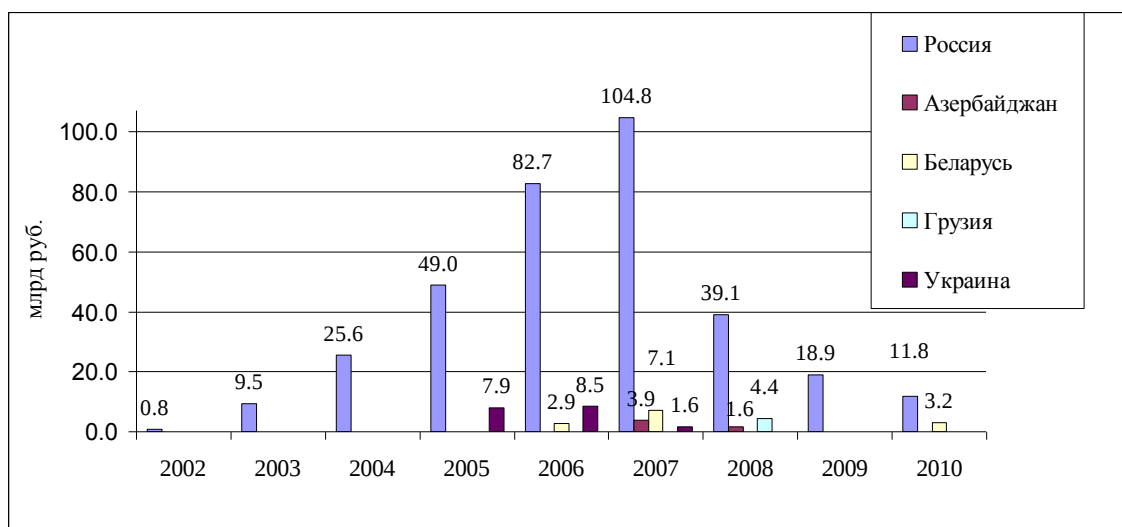
Источник: рассчитано автором на основе базы статистических данных финансового информационного агентства «Сбондс.ру». Интернет-сайт информационного проекта компании Cbonds.ru. URL: <http://www.cbonds.info> (дата обращения 01.08.2012 г.). Режим доступа: закрытый.

Согласно статистическим данным финансового информационного агентства «Сбондс.ру» (рисунок 26) в рублевом эквиваленте лидером среди получателей кредитных ресурсов по программам связанных кредитных нот по странам СНГ также являлась Россия, применительно к которой объем эмиссий CLN за период с 2002 г. увеличивался значительными темпами и по итогам 2007 года составил 104,8 млрд руб.

Если проанализировать чистый накопленный объем эмиссий связанных кредитных нот по странам СНГ, основная доля которого за рассматриваемый период времени принадлежит России, то его пиковое значение также приходится на 2007 год (рисунок 27).

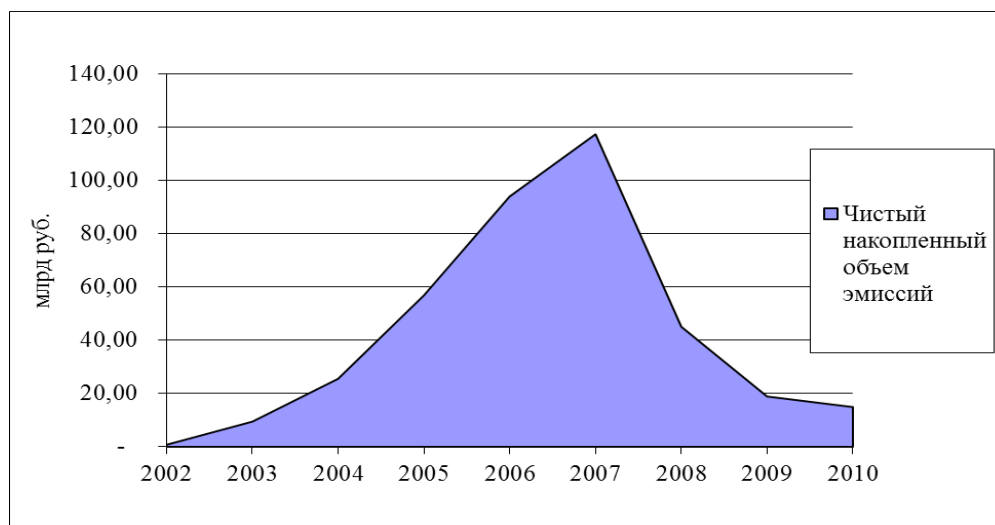
Как было продемонстрировано ранее, на сегодняшний день связанные кредитные ноты считаются не только аналогом долговой ценной бумаги, но также содержат в себе встроенный деривативный механизм. Согласно такому подходу многие отечественные эксперты склонны относить CLN к классу кредитных деривативов.

Объем эмиссий CLN по критерию резидентства заемщиков за 2002-2010 гг., млрд руб.



Источник: рассчитано автором на основе базы статистических данных финансового информационного агентства «Сбондс.ру». Интернет-сайт информационного проекта компании Cbonds.ru. URL: <http://www.cbonds.info> (дата обращения 01.08.2012 г.). Режим доступа: закрытый.

Распределение чистого накопленного объема эмиссий CLN для заемщиков из стран СНГ, 2002-2010 гг., млрд руб.



Источник: рассчитано автором на основе базы статистических данных финансового информационного агентства «Сбондс.ру». Интернет-сайт информационного проекта компании Cbonds.ru. URL: <http://www.cbonds.info> (дата обращения 01.08.2012 г.). Режим доступа: закрытый.

Не секрет, что широкому распространению в мировой экономике деривативных инструментов присваивают одну из главных ролей в мировом финансовом кризисе 2008 и последующих гг. Безусловно, рынок связанных кредитных нот к началу кризиса еще не достиг значительных масштабов в сравнении с другими производными финансовыми инструментами. Тем не менее CLN все же могли стать участниками формирования мирового финансового пузыря и оказаться причастными к его разрушению.

Среди российских заемщиков большую активность на рынке связанных кредитных нот за рассматриваемый период времени проявляет корпоративный сектор, привлекающий финансирование в такие отрасли, как строительство и девелопмент, торговля, химическая и нефтехимическая промышленность, связь и телекоммуникация, транспорт, нефтегазовая отрасль, машиностроение, пищевая промышленность, энергетика, цветная и черная металлургия, горнодобывающая промышленность, сервисные компании нефтегазового сектора и другие отрасли (см. приложение 6, таблица 1, 2).

К примеру, в отрасли машиностроения наиболее крупные выпуски CLN были осуществлены ОАО «АВТОВАЗ» в 2005 г. на сумму 250 млн долл. (США) по ставке купона 8,5%, а также ОАО «Объединенная авиастроительная корпорация» в 2008 г. на сумму 200 млн долл. (США) по ставке купона 10%. В отрасли горнодобывающей промышленности – ОАО «УК«Кузбассразрезуголь» в 2005 г. на сумму 150 млн долл. (США) по ставке купона 9% и ОАО «Севералмаз» в 2004 г. на сумму 150 млн долл. (США) по ставке купона 8,875%. В нефтегазовой отрасли – 2 выпуска ОАО «НОВАТЭК» в 2004 г. на сумму 100 и 200 млн долл. (США) по ставкам купона 9,125% и 7,75% соответственно, а также ОАО «Газпром» в 2009 г. на сумму 7,8 млрд руб. по ставке купона 7%. В отрасли химической и нефтехимической промышленности – 2 выпуска ОАО «Газпром нефтехим Салават» в 2005 г. на сумму 100 млн долл. (США) по ставке купона 7,95% и в 2009 г. на сумму 2 млрд руб. по ставке 15%, а также «ХК «Амтел» в 2005 г. на сумму 175 млн долл. (США) по ставке купона 9%. В транспортной отрасли – 2 выпуска ЗАО «Северстальтранс» в 2004 г. на сумму 110 млн долл. (США) по ставке купона 9,5% и в 2007 г. на сумму 175 млн долл. (США) по ставке купона 8,5% (см. приложение 6, таблица 1, 2).

В декабре 2007 г. состоялся дебютный выпуск CLN группы компаний «Инком-Авто» на сумму 125 млн долл. (США) по ставке купона 10%. В роли менеджера (андеррайтера) выступил ОАО «Промсвязьбанк». Средства, привлеченные при помощи связанных кредитных нот, планировалось направить на диверсификацию кредитного портфеля и финансирование сделок по слияниям и поглощениям.⁸⁷ В 2008 г. был осуществлен дебютный выпуск CLN ОАО «Сибирьтелеком» на сумму 90 млн долл. (США) по ставке купона 9,25%. В роли организатора сделки выступил ОАО «МДМ-Банк». Среди покупателей связанных кредитных нот 52% приходилось на иностранных инвесторов, 48% - на российских инвесторов. При этом 38% выпуска было приобретено

⁸⁷ Промсвязьбанк принял участие в размещении дебютного выпуска CLN группы компаний «Инком-Авто» // Новости банка. – Декабрь, 2007. Интернет-сайт ОАО «Промсвязьбанк». URL: <http://www.psbank.ru/Bank/Press/News/2007/12/04-3> (дата обращения: 02.05.2012 г.)

инвесторами Великобритании, 12% - Швейцарии, 2% - азиатских и др. стран. Средства, привлеченные в рамках выпуска CLN, планировалось направить на рефинансирование части долговых обязательств компании, диверсификацию кредитного портфеля и финансирование инвестиционных программ. По словам руководства Управления рынков долгового капитала ОАО «МДМ-Банк», данная сделка стала первым рыночным размещением российских долговых бумаг на международном рынке капитала для компании с рейтингом ниже инвестиционного, имеющим своей целью привлечение финансирования.⁸⁸ В 2010 г. Строительный холдинг «ЛенСпецСМУ» первым после мировых финансовых потрясений разместил на рынке международных заимствований CLN на сумму 150 млн долл. (США) по ставке купона 9,75%. Организатором сделки явилась международная инвестиционная компания UFS. Благодаря растущему спросу со стороны инвесторов объем займа был увеличен с первоначальных 100 млн долл. (США) до 150 млн долл. (США). Среди покупателей связанных кредитных нот 23% составили управляющие активами, 24% - инвестиционные фонды, 25% - международные инвестиционные банки, 28% - банки, занимающиеся вкладами состоятельных клиентов. Эмитентом CLN явилась компания North Star S.A. (Люксембург). Полученные средства планировалось направить на рефинансирование долговых обязательств и расширение бизнеса строительного холдинга.⁸⁹ В феврале 2011 г. был осуществлен выпуск связанных кредитных нот ОАО «НОВАТЭК» на сумму 600 млн долл. (США) по ставке купона 5,326%. Страной выпуска стала Ирландия. В роли эмитента выступила ирландская компания Novatek Finance Limited. Погашение данного выпуска CLN намечено на 2016 г.⁹⁰

Компании финансового сектора также принимают активное участие на рынке CLN. Так, например, В феврале 2011 г. был осуществлен выпуск связанных кредитных нот ОАО «Газпромбанк» на сумму 50 млрд евро по ставке купона 8,30%. Эмитентом CLN стал ING Bank, организатором сделки – Ing Wholesale Banking, (Лондон). Доходность по нотам была привязана к рублевым депозитным сертификатам ОАО «Газпромбанк» со ставкой купона 11,75%, выпущенным на общую сумму 5,523 млн руб.

⁸⁸ МДМ Банк успешно завершил размещение CLN ОАО "Сибирьтелеком" // Банковские новости. – 2008. Интернет-сайт информационного агентства Bankir.ru. URL: <http://bankir.ru/novosti/s/mdm-bank-yspeshno-zavershil-razmeschenie-cln-oao-sibirtelekom-1169852/> (дата обращения: 02.05.2012 г.).

⁸⁹ Лапеченкова И., Жуков А. «ЛенСпецСМУ» первым из девелоперов после кризиса разместило CLN // Новости партнеров. – 2010. Интернет-сайт ежедневной деловой газеты РБК daily. URL: <http://www.rbcdaily.ru/market/562949979152286> (дата обращения: 02.05.2012 г.).

⁹⁰ Выпуск: Новатэк-03-2016-евро (в обращении) // Анкета выпуска. – 2011. Интернет-сайт проекта Информационного Агентства Финмаркет – RusBonds. URL: http://www.rusbonds.ru/ank_obl.asp?tool=62324 (дата обращения: 02.05.2012 г.).

Данный выпуск был успешно погашен в декабре 2012 г.⁹¹ В октябре 2012 г. финансовой компанией «Микро Капитал» был осуществлен выпуск CLN на сумму 2 млн долл. (США) по ставке купона 9,5% при помощи SPV-компании Mikro Kapital. Погашение данного выпуска связанных кредитных нот планировалось на апрель 2014 г. Целью выпуска являлась секьюритизация кредитного риска.⁹² Кроме того, компания «Микро Капитал» разместила в марте 2013 г. связанные кредитные ноты на сумму 1625 тыс. долл. (США) по ставке 9,5%. Погашение выпуска было намечено на сентябрь 2013 г. Целью выпуска также являлась секьюритизация кредитного риска.⁹³

При невозможности удовлетворять требованиям по еврооблигациям, особенно при дебютном выходе на евровалютный рынок ссудного капитала банки нередко используют кредитные ноты в качестве инструмента привлечения финансирования. К примеру, лидерами среди российских банков, функционирующих на рынке кредитных нот, в последнее время являются ОАО «МДМ-Банк» (в качестве организатора и агента по размещению CLN), ООО КБ «Ренессанс Капитал», а также ОАО «Национальный банк «ТРАСТ»», доля выпусков которых достигает практически 50% всех размещений на рынке. Среди иностранных участников рынка CLN российских заемщиков (в качестве организаторов выпуска и инвесторов в ценные бумаги) можно выделить в основном крупные инвестиционные банки, хедж-фонды, международные финансовые группы, к примеру, ING Wholesale Banking, а также VTB Capital Plc. (ранее – VTB Bank Europe Plc.), посредством которого на рынке CLN успешно функционирует банк ВТБ.

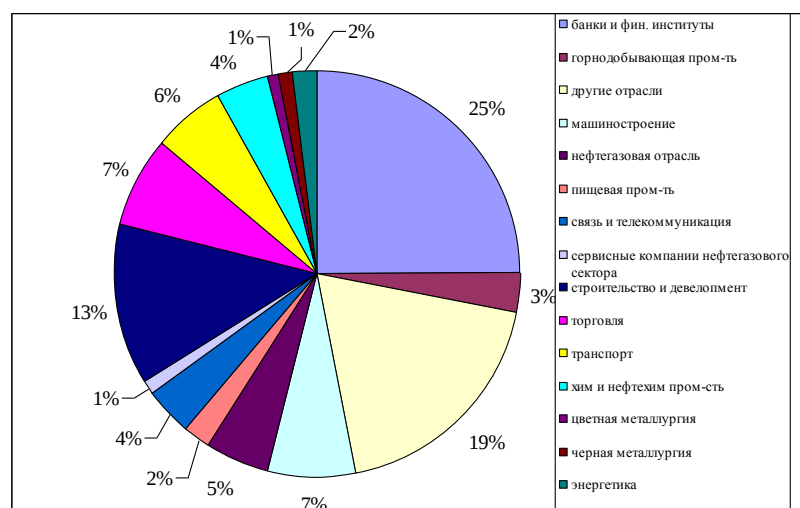
Если говорить в целом об объеме эмиссий связанных кредитных нот российских заемщиков за период с 2002 по 2010 гг. (рисунок 28), то следует заметить, что наибольшая доля в 25% всех выпусков CLN приходится на банки и финансовые институты. Лидерами среди эмитентов CLN данной отрасли являются ОАО «Национальный банк «ТРАСТ»», осуществивший в рассматриваемый период времени 6 выпусков CLN на сумму более 19 млрд руб., а также ООО КБ «Ренессанс Капитал» с 7 выпусками объемом более 12 млрд руб. (см. приложение 6, таблица 1). Второе и третье место занимают другие отрасли и строительство и девелопмент с долями в 19% и 13% соответственно. Кроме того, нередко выпуски в отраслях машиностроения и торговли с долей в 7%. Не отстает и транспортная отрасль с 6%-ным объемом выпуска связанных кредитных нот.

⁹¹ Информация по эмиссии // 2011. Интернет-сайт информационного проекта компании Cbonds.Info. URL: <http://www.cbonds.info/rus/emissions/emission.phtml/params/id/16333> (дата обращения: 15.04.2013 г.).

⁹² Информация по эмиссии // 2012. Интернет-сайт информационного проекта компании Cbonds.Info. URL: <http://ru.cbonds.info/emissions/issue/36949> (дата обращения: 15.04.2013 г.).

⁹³ Информация по эмиссии // 2013. Интернет-сайт информационного проекта компании Cbonds.Info. URL: <http://ru.cbonds.info/emissions/issue/36963> (дата обращения: 15.04.2013 г.).

Объем эмиссий CLN российских заемщиков по отраслям за 2002-2010 гг., %.

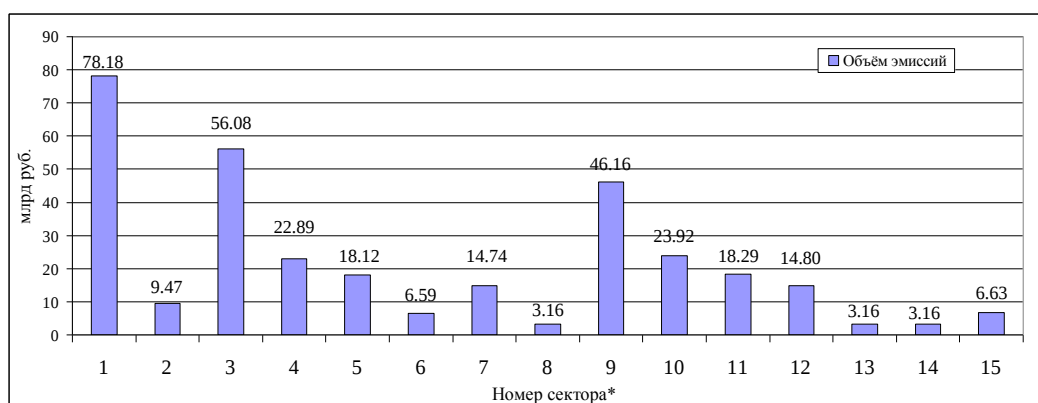


Источник: рассчитано автором на основе базы статистических данных финансового информационного агентства «Сбондс.ру». Интернет-сайт информационного проекта компании Cbonds.ru. URL: <http://www.cbonds.info> (дата обращения 01.08.2012 г.). Режим доступа: закрытый.

Всего за рассматриваемый период времени в финансовом секторе было осуществлено эмиссий связанных кредитных нот на сумму, приблизительно равную 78,18 млрд руб., тогда как объем эмиссий в других отраслях и в отрасли строительства и девелопмента составил 56,08 и 46,16 млрд руб. соответственно (рисунок 29).

Таким образом, можно наблюдать, что эмиссии связанных кредитных нот достаточно распространены в различных секторах экономики России, что может свидетельствовать о проявленном интересе к использованию данного финансового инструмента российскими компаниями и банками.

Объем эмиссий CLN российских заемщиков по секторам экономики за 2002-2010 гг., млрд руб.



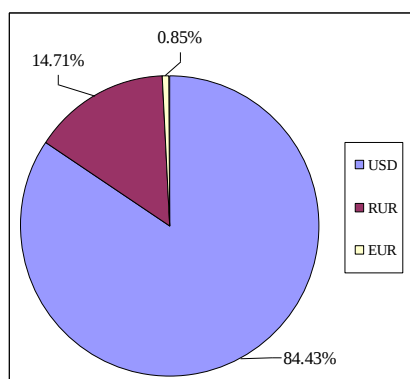
*1. банки и финансовые институты; 2. горнодобывающая промышленность; 3. другие отрасли; 4. машиностроение; 5. нефтегазовая отрасль; 6. пищевая промышленность; 7. связь и телекоммуникация; 8. сервисные компании нефтегазового сектора; 9. строительство и девелопмент; 10. торговля; 11. транспорт; 12. химическая и нефтехимическая промышленность; 13. цветная металлургия; 14. черная металлургия; 15. энергетика.

Источник: рассчитано автором на основе базы статистических данных финансового информационного агентства «Сбондс.ру». Интернет-сайт информационного проекта компании Cbonds.ru. URL: <http://www.cbonds.info> (дата обращения 01.08.2012 г.). Режим доступа: закрытый.

В целом за период с 2002 по 2010 гг. согласно статистическим данным аналитического агентства «Сбондс.ру» основной валютой выпуска связанных кредитных нот среди стран СНГ являлся доллар США с общей долей в 84,43% всех выпусков (рисунок 30). Тогда как на рубль, евро и другие валюты приходилось 14,71%, 0,85% и менее одного процента общего объема выпусков соответственно.

Рисунок 30.

Объем эмиссий CLN в странах СНГ в валюте выпуска за 2002-2010 гг., %.

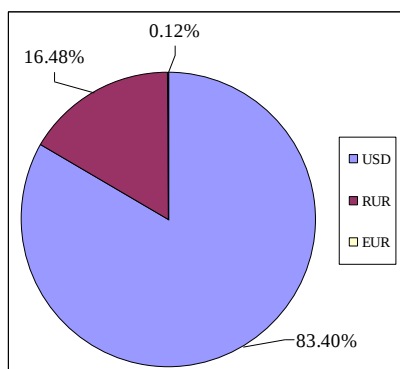


Источник: рассчитано автором на основе базы статистических данных финансового информационного агентства «Сбондс.ру». Интернет-сайт информационного проекта компании Cbonds.ru. URL: <http://www.cbonds.info> (дата обращения 01.08.2012 г.). Режим доступа: закрытый.

Основной валютой организации выпуска CLN российскими компаниями и банками также является доллар США, тогда как на рубль и евро приходятся 16,48% и 0,12% соответственно (рисунок 31).

Рисунок 31.

Объем эмиссий CLN российских заемщиков в валюте выпуска за 2002-2010 гг., %.



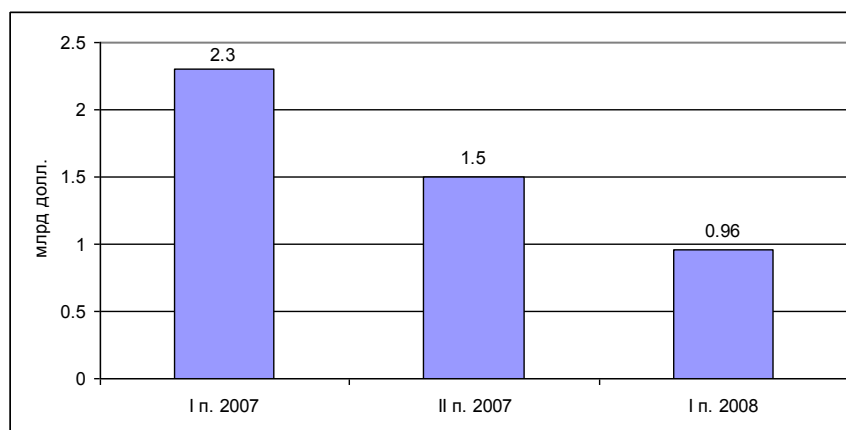
Источник: рассчитано автором на основе базы статистических данных финансового информационного агентства «Сбондс.ру». Интернет-сайт информационного проекта компании Cbonds.ru. URL: <http://www.cbonds.info> (дата обращения 01.08.2012 г.). Режим доступа: закрытый.

Необходимо отметить, что в отличие от рынка российских еврооблигаций рынок связанных кредитных нот отечественных заемщиков не прекращал функционирование в

период острой фазы современного мирового финансового кризиса, на нем проводились отдельные сделки, хотя вследствие кризисных потрясений объем сделок на данном рынке значительно снизился. В то же время произошел рост доходностей высококачественных кредитных нот на 1-2 процентных пункта, и на 3 процентных пункта - оставшейся части CLN, что стимулировало переориентацию многих заемщиков с рынка кредитных нот на рынок синдицированных еврокредитов. В первом полугодии 2007 г. объем рынка кредитных нот российских заемщиков превысил 2 млрд долл. (США) (рисунок 32), тем не менее вследствие финансового кризиса за второе полугодие того же года произошло снижение объемов данного рынка на 34,8%, а в первой половине 2008 г. – на 36%.⁹⁴

Рисунок 32.

Динамика объема рынка CLN российских заемщиков.



Источник: Рынок кредитных нот (CLN) // 2008. Интернет-сайт информационно-аналитического портала Forex-day.ru. URL: <http://forex-day.ru/pages-view-101.html> (дата обращения: 15.09.2010 г.).

Недопущению фактического закрытия рынка CLN способствовал частный характер размещения указанных финансовых инструментов, подразумевающий индивидуальную работу организаторов выпуска с каждым инвестором, при которой предметом обсуждения и разъяснения являлся не только кредитный риск, который был бы готов принять на себя инвестор, но и финансовые параметры конкретного заемщика, долговые обязательства которого выступали в качестве основы связанных кредитных нот. Стоимость займов в таких случаях становилась несколько дороже показателей на рынке еврооблигаций. Выпуск CLN для российских заемщиков мог быть достаточно дорогим и вследствие более высокой комиссии за организацию подобной эмиссии. Данная комиссия образовывалась в связи с частным характером размещения связанных кредитных нот, вследствие чего организатор сделки принимал на себя значительные

⁹⁴ Рынок кредитных нот (CLN) // 2008. Интернет-сайт информационно-аналитического портала Forex-day.ru. URL: <http://forex-day.ru/pages-view-101.html> (дата обращения: 15.09.2010 г.).

рекламные издержки и затраты по размещению CLN, и составляла 1-1,5%, тогда как на рынке еврооблигаций такая комиссия могла колебаться от 20 до 50 базисных пунктов.⁹⁵

Следует заметить, что, благодаря индивидуальной работе организаторов с инвесторами, осуществление сделок на этом рынке продолжалось и в 2008 г. К примеру, уже в первом квартале 2008 г. было осуществлено 4 выпуска CLN на сумму 400 млн долл. (США).⁹⁶ Более того, несмотря на наступление финансового кризиса, инвесторы CLN не могли осуществлять панические продажи данного финансового инструмента вследствие такой характерной черты рынка CLN, как низкая ликвидность, в связи с чем снижение цен на связанные кредитные ноты было ограничено.

Представляется, что для инвесторов рынок связанных кредитных нот является привлекательным прежде всего благодаря высоким купонным ставкам, нежели как площадка для спекуляций краткосрочного характера. Кроме того, на рынке CLN со стороны инвесторов к заемщикам в большинстве случаев предъявляются достаточно лояльные требования, в частности, относительно финансовой отчетности. К примеру, иностранные инвесторы не всегда требуют ее предоставление согласно МСФО и сотрудничают с российскими заемщиками, отчетность которых составлена по РСБУ. Тем не менее банком-организатором проводится специальное кредитное исследование параметров заемщиков, подразумевающее прогноз их финансовых показателей на срок потенциального займа. Однако в качестве компенсации за низкую ликвидность на данном рынке, а также за некоторую непрозрачность информации о заемщиках инвесторы требуют определенную премию по доходности CLN в размере 2-4 процентных пунктов. Наконец, расчеты по CLN, как и в случае еврооблигаций, осуществляются посредством депозитарно-клиринговых систем, вследствие чего инвесторам обеспечивается минимизация операционных рисков.

В острой фазе мирового финансово-экономического кризиса наиболее уязвимым, как и в случае рынка еврооблигаций российских эмитентов, оказался банковский сектор, для которого докризисный объем заимствований на евровалютном рынке ссудного капитала был довольно значительным. По мнению аналитического агентства Forex, уже с апреля 2008 г. на рынке CLN наблюдалось некоторое оживление, несмотря на рост стоимости заимствований. Обращаясь к рисунку 26 можно говорить о том, что роста в объемах эмиссий связанных кредитных нот применительно к экономике России в 2007-2008 гг. не происходило, тем не менее сделки с использованием данного финансового инструмента осуществлялись и продолжают осуществляться, несмотря на происходящие

⁹⁵ Васильев К. Мировой кризис и российский долговой рынок // Консультант. - 2008. - №17. Интернет-сайт бизнес-издания «Сейчас.ру». URL: <http://www.lawmix.ru/bux/42045> (дата обращения: 15.11.2012 г.).

⁹⁶ Там же.

кризисные явления в мировой экономике. Поэтому можно ожидать дальнейшего развития рынка, а также востребованности связанных кредитных нот как эффективных и достаточно гибких инструментов привлечения финансирования на международных рынках.

Таким образом, использование связанных кредитных нот с целью привлечения финансирования в кризисных условиях может быть достаточно выгодным российским экономическим субъектам, главным образом потому, что при осуществлении сделок частного характера повышается инвестиционное доверие покупателей кредитных нот. Кроме того, процедура выпуска CLN может интерпретироваться как своеобразный отбор качественных кредиторов и заемщиков с целью удовлетворения потребностей не только инвесторов CLN, но и всех сторон сделки, что в дальнейшем может способствовать повышению эффективности операций с использованием связанных кредитных нот. Ликвидность рынка CLN достаточно низкая, что может препятствовать паническим продажам в условиях финансовых потрясений в экономике. Наконец, для сегмента небольших компаний и банков, не обладающих высоким кредитным рейтингом или таковым вовсе, а также обширной кредитной историей, эмиссия связанных кредитных нот может быть хорошей возможностью рефинансирования собственных долговых обязательств и выхода на международные финансовые рынки, в частности, на евровалютный рынок ссудного капитала.

3.2 Организация выпусков связанных кредитных нот российских заемщиков.

Согласно мнению российских экспертов традиционно в процессе выпуска связанных кредитных нот российских заемщиков участвуют следующие экономические субъекты:

- 1) Заемщик – отечественная компания или банк - который собирается привлечь кредит и выпустить CLN на рынок капитала. CLN могут выпускаться эмитентом на кредит в местной, или же зарубежной валюте, условия выпуска предполагают соответствие английскому праву или же местному законодательству.
- 2) Кредитор, в лице финансового института, который предоставляет кредит и является эмитентом CLN.
- 3) Андеррайтер – первый держатель CLN, который обеспечивает их распространение в дальнейшем.
- 4) Организатор – координатор всего процесса.
- 5) Депозитарий – ответственное лицо, рассчитывающее выплаты по CLN.

Как организатором, так и депозитарием и андеррайтером по совместительству может являться банк-кредитор.

Процедура организации эмиссии связанных кредитных нот обычно включает в себя следующие подготовительные и основные этапы:

1) Привлечение компанией-заемщиком специалиста по финансовым услугам, при помощи которого будет определена точная структура связанной кредитной ноты и выбор ее оптимального варианта, валюта сделки, а также круг инвесторов, желающих приобрести данный финансовый инструмент.

2) Подготовка информационного бюллетеня, предназначенного инвесторам, в котором раскрываются основные показатели финансово-экономической деятельности компании-заемщика с целью ясной обрисовки целей развития компании и задач, при помощи которых данные цели будут достигнуты.

3) Организация тендера на участие в сделке по привлечению финансовых ресурсов с использованием связанных кредитных нот. В частности, объявляются условия заключаемого кредитного договора, а также функциональные обязанности непосредственного организатора финансовой сделки. В результате данного подготовительного этапа полностью определяются параметры предполагаемой сделки по привлечению финансирования, включающие объем привлекаемых средств, сроки привлечения ресурсов, совокупная стоимость обслуживания сделки, сумма основного долга с учетом сроков выплат процентной составляющей и т.д.

4) Выбор организатора сделки, который в большинстве случаев является непосредственным эмитентом связанных кредитных нот. Следует заметить, что, как правило, эмитент CLN уже имеет в арсенале программу размещения связанных кредитных нот на евровалютном рынке ссудного капитала. В качестве организатора сделок по привлечению финансовых ресурсов с использованием связанных кредитных нот могут выступать как зарубежные, так и отечественные банки, финансовые институты.

5) Подписание кредитного договора участниками сделки.

6) Предоставление полного пакета документов по сопровождению сделки на рассмотрение представителю инвесторов, в качестве которого может выступать финансовая организация, включающего в себя различные учредительные документы компании-заемщика, финансовую отчетность и т.д.

7) Организация презентации компании-заемщика, или road-show, среди инвесторов.

8) Подсчет заявок организатором сделки и объявление объема эмиссии связанных кредитных нот.

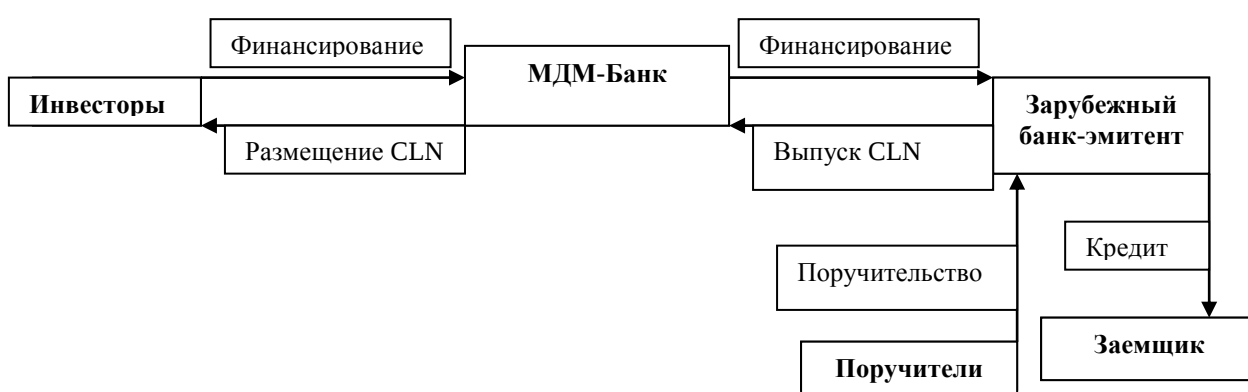
9) Размещение связанных кредитных нот среди инвесторов при осуществлении торговли CLN на внебиржевом рынке.

10) Получение необходимых привлеченных финансовых ресурсов компанией-заемщиком.

Помимо перечисленных этапов эмиссии связанных кредитных нот механизм выпуска данного финансового инструмента включает также консультации с участниками сделки, анализ дебиторской задолженности и активов заемщика, а также SPV-компании (при наличии), его кредитной истории и платежеспособности за предыдущие периоды времени, подготовку финансовой отчетности, получение кредитного рейтинга компанией - эмитентом (при необходимости), установление кредитных параметров сделки, лимитов кредита и ликвидности, подготовку контрактов по сделке и т.д.

Следует заметить, что при выпуске CLN отечественные участники международных финансовых рынков активно используют основы рассмотренных ранее двух схем выпуска связанных кредитных нот посредством зарубежного банка-эмитента и SPV-компании. Так, среди наиболее активных отечественных участников рынка CLN можно выделить ОАО «МДМ-Банк», который уже на ранних этапах развития рынка CLN российских заемщиков – в период с 2003 по 2006 гг. – организовал 15 выпусков CLN на сумму порядка 1300 млн долл. (США). В качестве основных вариантов выпуска связанных кредитных нот ОАО «МДМ-Банк» предлагаются следующие схемы:

Рисунок 33.

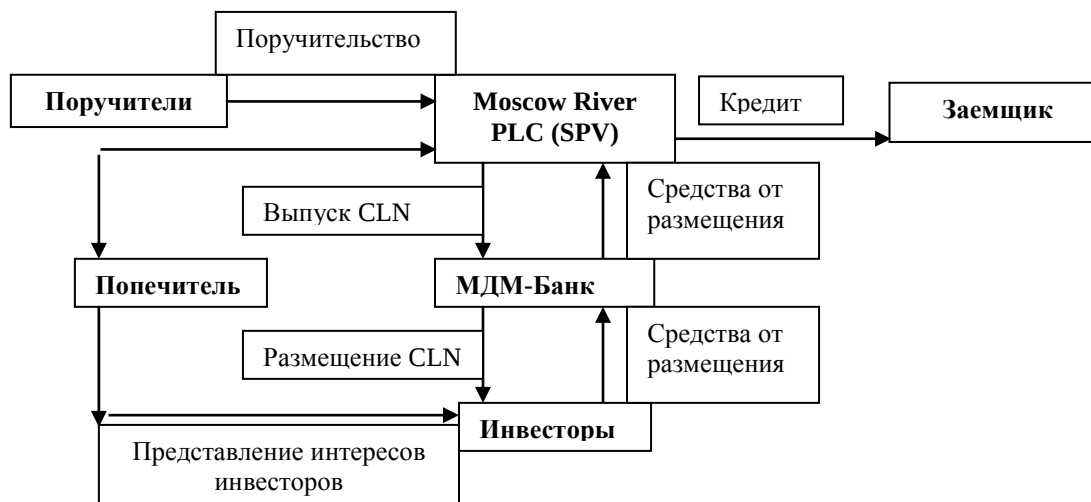


Источник: CLN как способ международных заимствований: описание инструмента // ОАО «МДМ-Банк». VI Уральский инвестиционный форум. «Инвестиционный климат УРАЛ: опыт, возможности, перспективы.» – 2006. – Р. 4. Систем. требования: PowerPoint. URL: www.stratum.ru/ud/conferences/davos/Muzafarov.ppt (дата обращения: 15. 02. 2010 г.).

1) Эмиссия CLN от имени зарубежного банка (рисунок 33). Зарубежный банк-эмитент выполняет техническую функцию посредника, выпуская кредитные ноты и

кредиту заемщика. Заемщик является формально связанным с банком-эмитентом только кредитными отношениями согласно английскому праву. Выпущенные кредитные ноты выкупаются ОАО «МДМ-Банк» и в последствии размещаются среди инвесторов, после чего зарубежным банком-эмитентом предоставляется кредит заемщику под обеспечение в виде поручительства со стороны заемщика или иного лица.

Рисунок 34.



Источник: CLN как способ международных заимствований: описание инструмента // ОАО «МДМ-Банк». VI Уральский инвестиционный форум. — 2006. — Р. 5. Систем. требования: PowerPoint. URL: www.stratum.ru/ud/conferences/davos/Muzafarov.ppt (дата обращения: 15. 02. 2010 г.).

2) Эмиссия CLN от имени SPV-компании (рисунок 34). Связанные кредитные ноты выпускаются компанией специального назначения - Moscow River PLC - и размещаются ОАО «МДМ-Банк» среди инвесторов. Финансовые средства, полученные от приобретения связанных кредитных нот инвесторами, ОАО «МДМ-Банк» переводит на счет Moscow River PLC, которая в последствии осуществляет их перевод на счет заемщика. Следует заметить, что схема выпуска CLN российских заемщиков с помощью SPV-компании предполагает возможность участия попечителя, который является представителем интересов инвесторов и в случае дефолта по долговым обязательствам заемщика получает право требования к последнему. Вследствие этого данная схема эмиссии связанных кредитных нот, по мнению специалистов ОАО «МДМ-Банк», является более предпочтительной для многих западных институциональных инвесторов.⁹⁷

По оценкам некоторых российских экспертов большинство CLN российских заемщиков выпускаются именно с участием зарубежных банков-посредников, при этом посредники не принимают на себя кредитный риск заемщика. Заемщик же несет основные затраты по займу, включающие и комиссию зарубежному банку-эмитенту.

⁹⁷ CLN как способ международных заимствований: описание инструмента // ОАО «МДМ Банк». VI Уральский инвестиционный форум. — 2006. — Р. 5. Систем. требования: PowerPoint. URL: www.stratum.ru/ud/conferences/davos/Muzafarov.ppt (дата обращения: 15. 02. 2010 г.).

Такая схема является достаточно дорогостоящей, но распространенной среди российских эмитентов кредитных нот. К примеру, посредством данного способа было организовано привлечение финансовых ресурсов такими заемщиками, как ЗАО «Разгуляй-центр», ОАО «Севералмаз», ОАО «Салаватнефтеоргсинтез». Эмитентом при этом являлся голландский банк ING Bank N.V.

Если эмитентом связанных кредитных нот российских заемщиков является SPV-компания, то она, как правило, представляет собой дочернюю компанию заемщика, специально создается и регистрируется вне страны его базирования с целью эмиссии CLN. В таком случае гарантом сделки часто выступает материнская по отношению к SPV компания. Выплаты по связанным кредитным нотам в пользу инвесторов осуществляются SPV-компанией при помощи средств по обслуживанию кредита, поступающих от заемщика. Предъявление CLN к погашению происходит в случае окончания периода обращения связанных кредитных нот на евровалютном рынке ссудного капитала, или же после наступления кредитного события. Схема выпуска CLN с участием SPV-компании предлагалась ОАО «Национальный банк “ТРАСТ”» - другим крупным участником рынка связанных кредитных нот российских заемщиков, зарегистрировавшим в 2003 г. компанию CRR B.V. за рубежом в качестве SPV-компании-эмитента кредитных нот. В числе заемщиков организованных эмиссий были ООО «Северстальтранс-Финансы» и ОАО АФК «Система».

Как уже упоминалось выше, один из первых выпусков связанных кредитных нот был осуществлен компанией ОАО «Объединенные машиностроительные заводы». Следует заметить, что именно при помощи CLN данная компания совершила дебютный выход на рынок зарубежных займов и кредитов. Организатором выпуска выступил ING Bank, который являлся и непосредственным эмитентом связанных кредитных нот. Кроме того, в организации выпуска CLN приняли участие и отечественные банки в лице ОАО «Внешторгбанк» и ОАО «Альфа-Банк». Объем эмиссии составил 30 млн долл. (США), годовая ставка купона – 11,25%, срок обращения – 2 года.⁹⁸ Согласно оценке специалистов доходность эмитированных связанных кредитных нот была адекватной рыночной доходности, а также в полной мере соответствовала кредитному риску непосредственно самой компании-заемщика, в результате чего обслуживание данного выпуска было относительно недорогим в сравнении с другими вариантами привлечения заимствования со сходными параметрами. Согласно структуре сделки организатор

⁹⁸ Афонин Д. Рисковые бумаги российских эмитентов // Финанс. – 2003. – №24. Интернет-сайт информационно-аналитического проекта Законодательство & Инвестиции. URL: http://www.lin.ru/news_item.htm?id=5430478395701406661 (дата обращения: 20.09.2010 г.).

выпуска связанных кредитных нот ING Bank при осуществлении эмиссии CLN выдал кредит компании-заемщику ОАО «Объединенные машиностроительные заводы». Функционал связанных кредитных нот был связан с кредитным событием, которое с определенной вероятностью могло произойти, а могло и не произойти по долговым обязательствам компании-заемщика, например, дефолтом по собственным обязательствам, банкротством и другими условиями, предусмотренными договором участия в кредитном риске, заключенным между участниками данной финансовой сделки. При этом в течение срока обращения CLN эмитент регулярно выплачивал инвесторам, которые приобрели связанные кредитные ноты, купонный доход, в то время как компания-заемщик выплачивала эмитенту CLN и кредитору процент за полученные средства в кредит. Соответственно при благоприятном исходе событий инвесторы получали полную сумму погашения связанных кредитных нот с учетом купонных выплат, осуществляемых на протяжении всего срока сделки. В случае наступления того или иного кредитного события инвесторы могли получить возмещение в сумме дефолтной стоимости долговых обязательств компании-заемщика, к которым был привязан механизм действия связанных кредитных нот, или же при переуступке прав требований по кредиту организатором-эмитентом CLN добиваться возмещения потерь у компании-заемщика.

В результате проведенной эмиссии связанные кредитные ноты были приобретены главным образом отечественными банками, иностранными компаниями, а также различными подразделениями зарубежных банков, осуществляющих финансовую деятельность на территории России. Тем не менее непосредственный выпуск связанных кредитных нот происходил на евровалютном рынке ссудного капитала, т.к. одной из главных целей компании при привлечении финансирования с использованием CLN явилось создание кредитной истории на международных финансовых рынках с перспективой осуществления выпусков собственных долговых ценных бумаг и привлечения финансовых ресурсов на международной арене. Помимо прочего, при помощи организации привлечения финансирования с использованием связанных кредитных нот компания ОАО «Объединенные машиностроительные заводы» получила возможность увеличения оборотного капитала, а также рефинансирования собственных долговых обязательств, имеющих на тот момент времени.

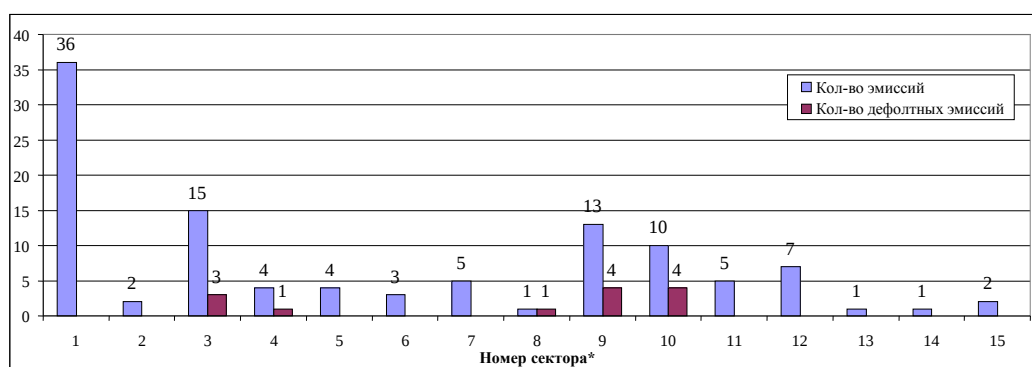
Другим примером успешного выпуска связанных кредитных нот во время зарождения рынка CLN в России стала эмиссия связанных кредитных нот компанией АФК «Система» в 2003 году на сумму 100 млн долл. (США) сроком на 1 год и ставкой купона в 10,75%. Организаторами эмиссии явились ING Bank N.V. London Branch, а

также ОАО «Национальный банк «ТРАСТ»». При этом иностранные инвесторы стали обладателями 30% связанных кредитных нот, тогда как остальные 70% приобрели отечественные инвесторы.⁹⁹ В данном случае ОАО «Национальный банк «ТРАСТ»» первым на российском рынке предложил способ привлечения финансирования на евровалютном рынке ссудного капитала путем создания собственного подразделения, а именно компании специального назначения (SPV-компании), как уже было оговорено выше. Основной целью АФК «Система» при привлечении финансовых ресурсов с использованием связанных кредитных нот явилась продуманная стратегия выхода на международные финансовые рынки с последующим привлечением финансовых ресурсов и инвестиций путем применения как можно более широкого спектра международных финансовых инструментов.

Согласно статистическим данным аналитического агентства «Сбондс.ру» наибольшее количество успешных эмиссий связанных кредитных нот за 2002-2010 гг. было осуществлено в секторе банков и финансовых институтов (рисунок 35).

Рисунок 35.

Количество дефолтов и общий объем эмиссий CLN в России по секторам экономики за 2002-2010 гг.



*1. банки и финансовые институты; 2. горнодобывающая промышленность; 3. другие отрасли; 4. машиностроение; 5. нефтегазовая отрасль; 6. пищевая промышленность; 7. связь и телекоммуникация; 8. сервисные компании нефтегазового сектора; 9. строительство и девелопмент; 10. торговля; 11. транспорт; 12. химическая и нефтехимическая промышленность; 13. цветная металлургия; 14. черная металлургия; 15. энергетика.

Источник: рассчитано автором на основе базы статистических данных финансового информационного агентства «Сбондс.ру». URL: <http://www.cbonds.info> (дата обращения 01.08.2012 г.). Режим доступа: закрытый.

Данный факт может быть связан с тем, что российские банки и финансовые институты являются участниками международных финансовых рынков, активно налаживают связи с иностранными экономическими субъектами. Кроме того, многие крупные отечественные финансовые организации уже успели зарекомендовать себя в

⁹⁹ Афонин Д. Рисковые бумаги российских эмитентов // Финанс. – 2003. – №24. Интернет-сайт информационно-аналитического проекта Законодательство & Инвестиции. URL: http://www.lin.ru/news_item.htm?id=5430478395701406661 (дата обращения: 20.09.2010 г.).

качестве надежных партнеров на зарубежных рынках, а также расширить потенциальную клиентскую базу в лице иностранных инвесторов. Если проследить количество дефолтных эмиссий по российским секторам экономики, то можно наблюдать, что наибольшее их число сосредоточено в секторах строительства, девелопмента и торговли, что, возможно, связано с определенной национальной спецификой развития данных отраслей в экономике России, подразумевающей неэффективность функционирования, коррумпированность и мошенничество в большей степени, нежели в других отраслях отечественной экономики. Так, например, из четырех неудачных выпусков CLN в секторе строительства и девелопмента две дефолтных эмиссии связанных кредитных нот принадлежат девелоперской компании в области торговой недвижимости ОАО «РТМ» на сумму 1,73 млрд руб. со ставкой купона 15% (2007 г.), а также 4,42 млрд руб. со ставкой купона 12% (2008 г.) (см. приложение 6, таблица 2). Компания не выполнила собственные обязательства перед инвесторами, в частности, по одной из сделок не смогла исполнить опцион-пут и подала иск в арбитражный суд Москвы с требованием признать себя банкротом в качестве защиты от кредиторов. По некоторым данным на момент погашения CLN долги компании значительно превышали ее активы. Кроме того, имелись разногласия среди акционеров, судебные разбирательства на почве недобросовестности ведения бизнеса и возможного мошенничества.¹⁰⁰ Оставшиеся два дефолтных выпуска CLN в отрасли строительства и девелопмента осуществила одна из крупнейших строительных организаций ООО «МГ Групп» (ранее – Mirax Group) в 2007 г. на сумму 5,68 млрд руб. со ставкой купона 12% и в 2008 г. на сумму 3,15 млрд руб. со ставкой купона 13,5% (см. приложение 6, таблица 2). Компания не исполняла в срок обязательства по CLN и регулярно допускала технический дефолт по купонным выплатам по причине недостаточности денежных средств. По некоторым данным в отношении компании рассматривались дела о мошенничестве вследствие возможных внутренних финансовых хищений.¹⁰¹ Если говорить о неудачных эмиссиях CLN в торговом секторе, то один из дефолтных выпусков был осуществлен ООО «Инком-Лада», владеющей сетью автосалонов и технических центров, в 2008 г. на сумму 1,18 млрд руб. со ставкой купона 16% (см. приложение 6, таблица 2). Компания не выполнила собственные обязательства по купонным выплатам и допустила дефолт. По некоторым данным компания

¹⁰⁰ Информационно-аналитические данные СМИ.

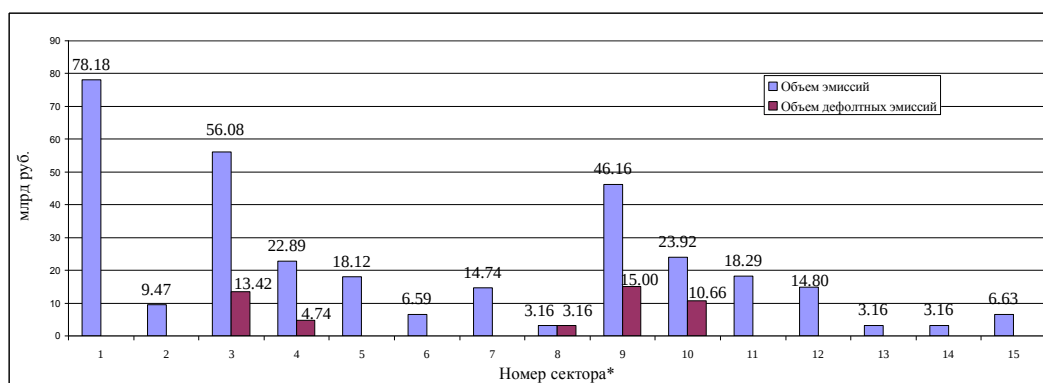
¹⁰¹ Информационно-аналитические данные СМИ.

подозревалась в преднамеренном банкротстве в целях неисполнения обязательств по CLN, а отдельные лица компании – в мошенничестве в особо крупных размерах.¹⁰²

Согласно объему эмиссий CLN наибольшая доля успешных эмиссий связанных кредитных нот приходится на сектор банков и финансовых институтов в размере 78,18 млрд руб., тогда как общий объем дефолтных выпусков по секторам, включающим строительство и девелопмент, торговлю, машиностроение и другие отрасли, составляет 46,98 млрд руб. (рисунок 36).

Рисунок 36.

Объем дефолтных эмиссий и общий объем эмиссий связанных кредитных нот российских заемщиков по секторам экономики за 2002-2010 гг., млрд руб.



*1. банки и финансовые институты; 2. горнодобывающая промышленность; 3. другие отрасли; 4. машиностроение; 5. нефтегазовая отрасль; 6. пищевая промышленность; 7. связь и телекоммуникация; 8. сервисные компании нефтегазового сектора; 9. строительство и девелопмент; 10. торговля; 11. транспорт; 12. химическая и нефтехимическая промышленность; 13. цветная металлургия; 14. черная металлургия; 15. энергетика.

Источник: рассчитано автором на основе базы статистических данных финансового информационного агентства «Сбондс.ру». URL: <http://www.cbonds.info> (дата обращения 01.08.2012 г.). Режим доступа: закрытый.

Стоит надеяться, что с приобретением опыта и навыков отечественными кредиторами и заемщиками в сфере привлечения кредитных ресурсов на евровалютном рынке ссудного капитала выпуск связанных кредитных нот российских заемщиков будет осуществляться с большим успехом, что, возможно, в дальнейшем, сделает данный способ привлечения финансовых ресурсов таким же привлекательным, как синдицированные еврокредиты и еврооблигационные займы.

3.3 Модель оценки справедливой стоимости связанных кредитных нот.

Успешность и эффективность организации выпуска и размещения связанных кредитных нот будет зависеть не только от соблюдения необходимых этапов, структуры и нюансов сделок, но и от непосредственных рыночных условий, в которых будут обращаться данные финансовые инструменты.

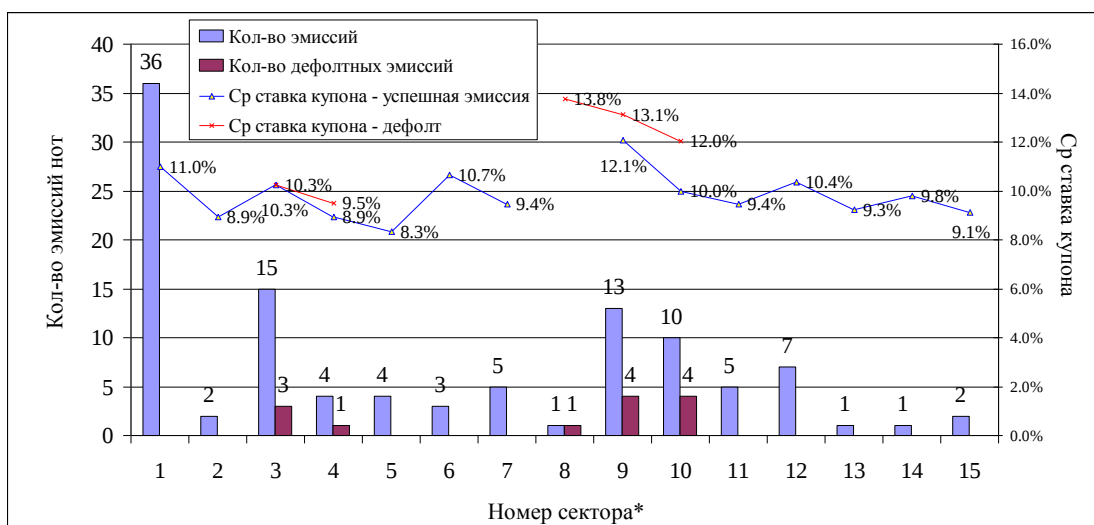
¹⁰² Информационно-аналитические данные СМИ.

На мировом рынке ссудного капитала связанные кредитные ноты являются одним из основных видов финансовых инструментов, ассоциируемых с кредитными деривативами, которые доступны для вложений и приобретений индивидуальным инвесторам. Кроме того, связанные кредитные ноты часто считаются структурированным продуктом рынка капитала с относительно низкой долей риска при вложениях. Тем не менее вследствие информационной асимметрии международных финансовых рынков, что также применимо и к рынку данного финансового инструмента российских заемщиков, существуют определенные трудности в проведении справедливой рыночной оценки связанных кредитных нот, особенно, если их структура предполагает сложные варианты с использованием кредитных деривативов, механизм которых привязан к долговым обязательствам не одной, а нескольких компаний.

Обещанные эмитентами завышенные купонные ставки по связанным кредитным нотам могут быть следствием гораздо более высокого риска лежащих в основе связанных кредитных нот долговых обязательств компаний-заемщиков, чем могут предполагать инвесторы в силу недостаточности собственных аналитических возможностей. Так, например, фиксированная ставка купона по дефолтным выпускам CLN российских заемщиков в период с 2002 по 2010 гг. превышала купонную доходность связанных кредитных нот успешных эмиссий в среднем на 2 процентных пункта в силу возможного заложенного в них риска, адекватная оценка которого могла быть недоступна инвесторам в результате информационной асимметрии и неэффективного регулирования рынка связанных кредитных нот (рисунок 37).

Рисунок 37.

Количество дефолтов и общий объем эмиссий CLN российских заемщиков по секторам экономики за 2002-2010 гг. с учетом средней ставки купона.



*1. банки и финансовые институты; 2. горнодобывающая промышленность; 3. другие отрасли; 4. машиностроение; 5. нефтегазовая отрасль; 6. пищевая промышленность; 7. связь и телекоммуникация; 8. сервисные компании нефтегазового сектора; 9. строительство и девелопмент; 10. торговля; 11. транспорт;

12. химическая и нефтехимическая промышленность; 13. цветная металлургия; 14. черная металлургия; 15. энергетика.

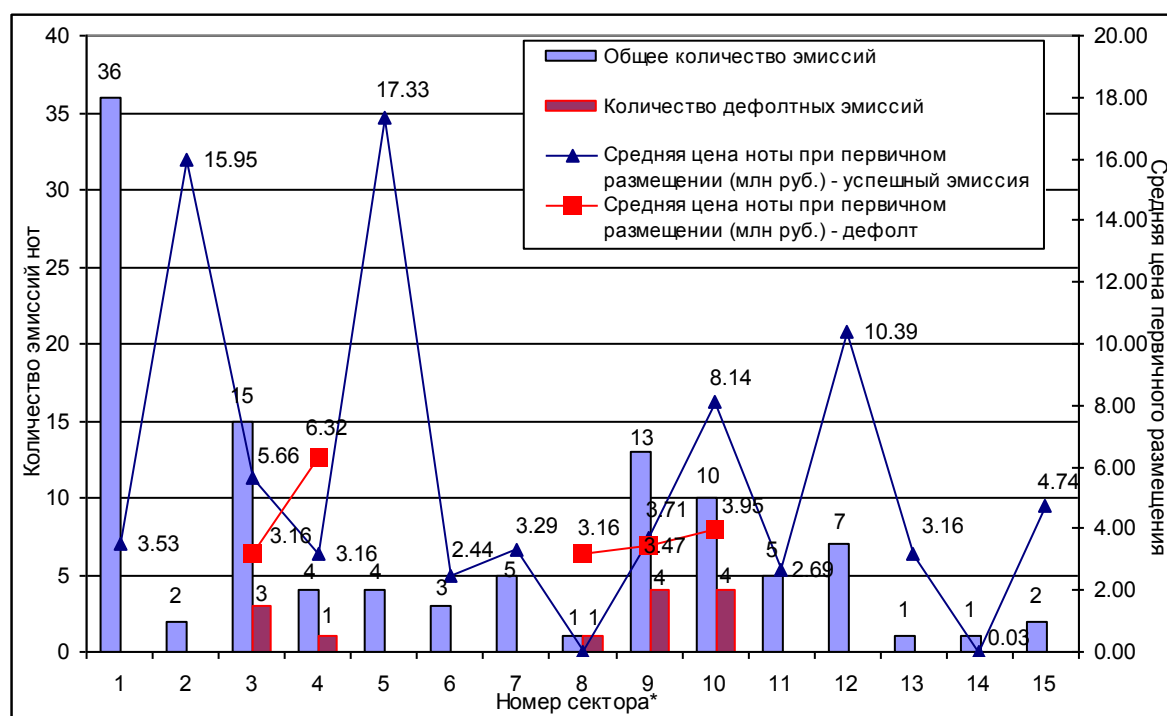
Источник: рассчитано автором на основе базы статистических данных финансового информационного агентства «Сбондс.ру». URL: <http://www.cbonds.info> (дата обращения 01.08.2012 г.). Режим доступа: закрытый.

Следует заметить, что если структура ставок купона по CLN является смешанной и включает как фиксированную, так и плавающую их форму, то это обстоятельство, как правило, усложняет определение справедливой рыночной стоимости связанных кредитных нот.

Аналогичный анализ средней цены первичного размещения связанных кредитных нот с позиции дефолтных и успешных эмиссий не дает очевидного результата (рисунок 38). В отдельных случаях цена первичного размещения связанных кредитных нот дефолтных эмиссий за рассматриваемый период времени в среднем своем значении превышала, была ниже или же равнялась средней цене первичного размещения успешных эмиссий CLN.

Рисунок 38.

Количество дефолтов и общий объем эмиссий CLN российских заемщиков по секторам экономики за 2002-2010 гг. с учетом средней цены первичного размещения.



*1. банки и финансовые институты; 2. горнодобывающая промышленность; 3. другие отрасли; 4. машиностроение; 5. нефтегазовая отрасль; 6. пищевая промышленность; 7. связь и телекоммуникация; 8. сервисные компании нефтегазового сектора; 9. строительство и девелопмент; 10. торговля; 11. транспорт; 12. химическая и нефтехимическая промышленность; 13. цветная металлургия; 14. черная металлургия; 15. энергетика.

Источник: рассчитано автором на основе базы статистических данных финансового информационного агентства «Сбондс.ру». URL: <http://www.cbonds.info> (дата обращения 01.08.2012 г.). Режим доступа: закрытый.

Для эмитентов расчет справедливой рыночной стоимости CLN может быть затруднен большим количеством компаний-заемщиков, принимающих участие в сделке, возможность погашать собственные долговые обязательства каждой из которых с течением времени достаточно сложно отслеживать.

Таким образом, в результате информационной асимметрии финансовых рынков, недостаточной компетентности их участников, изменчивой природы рыночной конъюнктуры, а также сложностей механизма CLN может существовать проблема адекватной оценки связанных кредитных нот. При этом на взгляд автора, адекватная оценка связанных кредитных нот предполагает определение справедливой рыночной стоимости CLN, в которой могли бы в полной мере, на сколько это возможно, учитываться вероятные исходы сделок с использованием связанных кредитных нот, в том числе их потенциальные риски, а также просчитываться соответствующие им необходимые выплаты. В таком случае цены CLN при выпуске могли бы устанавливаться на уровне их справедливой рыночной стоимости, что способствовало бы снижению степени дисбалансов не только рынков связанных кредитных нот, но и финансовых рынков в целом.

Вследствие этого возникает вопрос, насколько цены первичного размещения CLN российских заемщиков за рассматриваемый период времени соответствуют их справедливой стоимости на рынке.

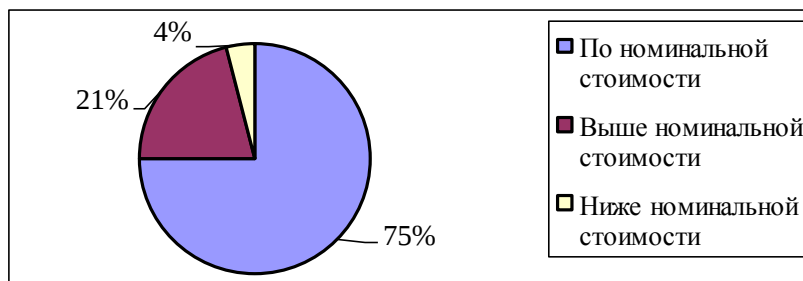
Следует заметить, что в мировом экономическом сообществе уже предпринималась попытка оценки справедливой стоимости связанных кредитных нот. Так, в 2010 г. двумя исследователями (Andreas Rathgeber и Yun Wang) была построена модель оценки справедливой стоимости CLN на рынке структурированных продуктов Германии¹⁰³. В основе исследования лежал анализ цен CLN 136 выпусков, включавших традиционные связанные кредитные ноты и портфельные связанные кредитные ноты со встроенным кредитным дефолтным свопом (credit default notes and basket credit default notes), осуществленных основными эмитентами связанных кредитных нот на немецком рынке в период с декабря 2004 г. по сентябрь 2009 г. - Commerzbank, DZ-Bank, Landesbank Baden-Wuerttemberg и HypoVereinsbank. Для оценки вероятностей дефолта заемщиков отслеживалась динамика доходности акций всех связанных компаний (reference entities) на протяжении 180 дней, предшествующих выпуску CLN. В качестве аналитической базы определения вероятности дефолта связанных компаний авторы применили модель рыночной оценки связанных кредитных нот, основанную на моделях Роберта А. Джерроу

¹⁰³ Rathgeber A., Wang Y. Market Pricing of Credit Linked Notes: The Case of Retail Structured Products in Germany // Annual Meeting Paper. EFMA, 2010 – P. 2.

- Стюарта Тернбулла, а также Роберта К. Мертон. Полученные вероятности дефолта были использованы авторами при расчете чистой приведенной стоимости CLN. Одной из целей исследования являлась проверка гипотезы о переоценке связанных кредитных нот на немецком рынке. В качестве одного из способов определения переоценки предлагался анализ разницы между ценой CLN при их выпуске и расчетной справедливой стоимостью CLN. При этом отмечалось, что положительная величина разницы указанных показателей свидетельствовала бы о переоценке связанных кредитных нот. Примечательно, что цена CLN при выпуске согласно исследованию в 75% случаев была установлена на уровне номинала связанных кредитных нот (рисунок 39).

Рисунок 39.

Цена связанных кредитных нот немецких заемщиков при выпуске в период с декабря 2004 по сентябрь 2009 гг.



Источник: Rathgeber A., Wang Y. Market Pricing of Credit Linked Notes: The Case of Retail Structured Products in Germany Annual Meeting Paper. EFMA, 2010. – P. 14.

По итогам проведенного исследования разница между ценой CLN при выпуске и расчетной справедливой стоимостью связанных кредитных нот в среднем составила 8,87%.¹⁰⁴ Своего максимума переоценка CLN на рынке Германии достигла накануне кризиса 2008 г. Авторами исследования был сделан вывод о том, что на первичном рынке связанные кредитные ноты, как правило, являются переоцененными. Росту тенденции к переоценке могут способствовать большая сложность финансовых продуктов, а также меньшая прозрачность финансового рынка.

В целях решения проблемы осуществления справедливой рыночной оценки CLN российских заемщиков автором предлагается более простая, приблизительная математическая модель оценки справедливой стоимости связанных кредитных нот, которая позволяет учесть особенность структуры данного финансового инструмента в виде двух составляющих: совокупных выплат по связанным кредитным нотам в случае успешной сделки и выплат по CLN в случае дефолта.

¹⁰⁴ Rathgeber A., Wang Y. Market Pricing of Credit Linked Notes: The Case of Retail Structured Products in Germany. Annual Meeting Paper. EFMA, 2010. – P. 16.

В данном случае, в результате удачного исхода сделки совокупные выплаты по связанной кредитной ноте будут включать сумму купонных платежей, осуществляемых на протяжении всего срока обращения CLN, и основную сумму долга. В случае наступления неблагоприятного кредитного события, к примеру, дефолта по долговым обязательствам, к которым привязан механизм CLN, выплаты по связанной кредитной ноте составят сумму купонных выплат, произведенных до момента наступления дефолта, и дефолтной стоимости долговых обязательств, лежащих в основе CLN.

Таким образом, справедливая стоимость связанной кредитной ноты CLN value составит сумму следующих компонентов:

$$CLN_{value} = E[CLN_{coupon}] + E[CLN_{nominal}] \quad (1),$$

где $E[CLN_{coupon}]$ - среднее значение совокупных купонных выплат,

$E[CLN_{nominal}]$ - среднее значение выплат основной суммы долга.

При этом среднее значение совокупных купонных выплат по CLN будет равно разности купонных платежей в случае успешного исхода сделки и недополученных купонных выплат в результате дефолта:

$$E[CLN_{coupon}] = K * Maturity * \frac{Coupon}{K} * N * (1 - P_d) - \mu * K * Maturity * \frac{Coupon}{K} * N * P_d \quad (2).$$

Среднее значение выплат основной суммы долга составит сумму выплат по номиналу в случае успешного исхода сделки и возмещения стоимости связанной кредитной ноты в случае наступления дефолта:

$$E[CLN_{nominal}] = N * (1 - P_d) + S * N * P_d \quad (3).$$

Таким образом, модель оценки справедливой стоимости связанной кредитной ноты принимает следующий вид:

$$\begin{aligned} CLN_{value} &= E[CLN_{coupon}] + E[CLN_{nominal}] = \\ &= K * Maturity * \frac{Coupon}{K} * N * (1 - P_d) - \mu * K * Maturity * \frac{Coupon}{K} * N * P_d + \\ &+ N * (1 - P_d) + S * N * P_d = N * Maturity * Coupon * (1 - P_d - \mu * P_d) + N * (1 - P_d) + S * N * P_d = \\ &= N * (Maturity * Coupon * (1 - P_d - \mu * P_d) + 1 - P_d + S * P_d) \end{aligned} \quad (4),$$

где CLN_{value} - справедливая стоимость CLN; N - номинал CLN; $Coupon$ - годовая ставка купона; K - периодичность выплаты купона в течение года; $Maturity$ - срок обращения CLN (количество лет); P_d - вероятность дефолта в течение всего срока обращения CLN; S - коэффициент возмещения по CLN в случае дефолта; μ - доля недополученных купонных платежей инвесторами в результате дефолта.

При расчете отдельных показателей модели автором были использованы данные 109 выпусков связанных кредитных нот российских заемщиков, осуществленных в период с 2002 по 2010 гг. (см. приложение 6, таблица 2).

Заметим, что ввиду неполного раскрытия информации об эмиссиях связанных кредитных нот и, как следствие, отсутствия возможности оценки значений некоторых параметров в модели предполагается, что в случае неблагоприятных кредитных событий доля недополученных инвесторами купонных платежей μ составляет 30% всех возможных купонных выплат.

При определении значения коэффициента возмещения по связанной кредитной ноте автор руководствовался следующим подходом. Структура связанных кредитных нот, механизм которых привязан к дефолту долговых обязательств связанных компаний, предполагает, как правило, наличие кредитного дефолтного свопа. Кроме того, в определении CLN как финансового инструмента автор придерживается трактовки связанных кредитных нот как гибрида долговых обязательств и производных финансовых инструментов. Согласно характеристике параметров стандартного кредитного дефолтного свопа, представленной в соответствующем документе Международной ассоциации свопов и деривативов, коэффициент возмещения по CDS, применяемый в отношении стран с формирующимся рынком, регламентируется в значении 25%.¹⁰⁵ Вследствие отсутствия статистических данных о значении коэффициента возмещения по CLN, а также точного описания структуры связанных кредитных нот российских заемщиков за рассматриваемый период времени автор принимает значение коэффициента возмещения по связанной кредитной ноте S равным 25%, ориентируясь на коэффициент возмещения по стандартному кредитному дефолтному свопу, регламентируемый Международной ассоциацией свопов и деривативов.

P_d - вероятность дефолта в течение всего срока обращения связанной кредитной ноты - оценивается как отношение количества всех дефолтных выпусков к общему количеству выпусков CLN на основе анализа имеющихся статистических данных об эмиссиях российских заемщиков за рассматриваемый период времени. При этом дефолтному выпуску присваивается значение «1», а успешной эмиссии – значение «0». (см. приложение 7, таблица 1). По итогам произведенных вычислений

¹⁰⁵ Standard CDS Converter Specification / ISDA. Version: May 5, 2009, last updated May 24, 2013. – P. 1. Интернет-сайт стандартной модели кредитного дефолтного свопа Международной ассоциации свопов и деривативов ISDA CDS Standard Model. Систем. требования: Foxit Reader. URL: <http://www.cdsmodel.com/assets/cds-model/docs/ISDA%20Standard%20CDS%20Contract%20Converter%20Specification%20-%20Sept%204,%202009.pdf> (дата обращения 01.08.2012 г.)

$$P_d = \frac{\text{Количество дефолтных выпусков}}{\text{Общее количество выпусков}} = \frac{13}{109} = 11,93\%.$$

С учетом указанных допущений на основе статистических данных об эмиссиях CLN российских заемщиков в период с 2002 по 2010 гг. может быть произведен расчёт справедливой стоимости связанной кредитной ноты согласно предложенной модели:

$$CLN_{value} = N * (Maturity * Coupon * (1 - P_d - \mu * P_d) + 1 - P_d + S * P_d) \quad (5).$$

Полученная величина справедливой стоимости CLN может быть дисконтирована и приведена к моменту выпуска связанной кредитной ноты на основе средней ставки рефинансирования Банка России за рассматриваемый период времени – r , равной 12,2% (см. приложение 7, таблица 2):

$$CLN_{value\ present} = CLN_{value} * \left(1 + \frac{r}{K}\right)^{-(1-\mu)*K*Maturity} \quad (6).$$

Предложенная модель оценки справедливой стоимости связанных кредитных нот позволяет также ответить на вопрос о соответствии цен первичного размещения связанных кредитных нот российских заемщиков их справедливой стоимости.

Так, чтобы определить, насколько цена первичного размещения связанных кредитных нот российских заемщиков за 2002-2010 гг. соответствует рассчитанной на основе предложенной модели справедливой стоимости CLN, воспользуемся следующим алгоритмом. Найдем для каждой связанной кредитной ноты отношение дисконтированной справедливой стоимости и цены ее первичного размещения:

$$\frac{CLN_{value\ present}}{Issue\ Price} \quad (7).$$

Средняя величина полученного соотношения для всех 109 выпусков CLN будет равна 91,7% (см. приложение 7, таблица 1). Т.е. справедливая стоимость связанных кредитных нот в среднем составляет 91,7% их цены первичного размещения.

Следует заметить, что согласно анализу цен первичного размещения связанных кредитных нот российских заемщиков за рассматриваемый период времени практически для всех выпусков цена первичного размещения CLN составляет 100% от их номинала (рисунок 40).

Используя полученную долю справедливой стоимости CLN в цене их первичного размещения при расчете соотношения

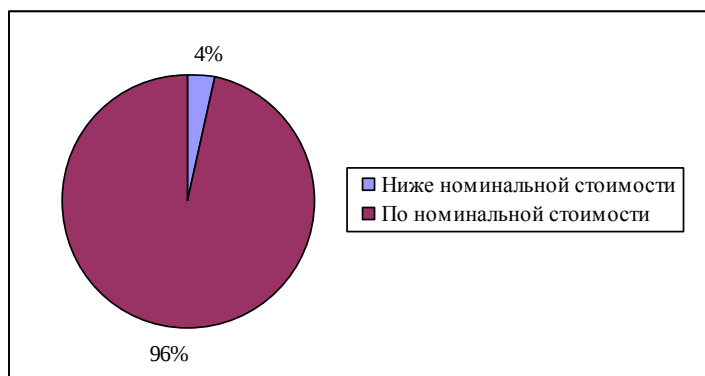
$$\frac{Issue\ Price - CLN_{value\ present}}{Issue\ Price} = 1 - \frac{CLN_{value\ present}}{Issue\ Price} \quad (8).$$

определим, насколько в среднем цены первичного размещения связанных кредитных нот российских заемщиков отличаются от справедливой стоимости CLN. При этом положительная величина разницы, определяемой соотношением (8), будет говорить

о том, что связанные кредитные ноты российских заемщиков переоценены, тогда как отрицательная величина – о том, что CLN недооценены.

Рисунок 40.

Цена первичного размещения связанных кредитных нот российских заемщиков в период с 2002 по 2010 гг., % от номинала.



Источник: рассчитано автором на основе базы статистических данных финансового информационного агентства «Сбондс.ру». URL: <http://www.cbonds.info> (дата обращения 01.08.2012 г.). Режим доступа: закрытый.

По итогам вычислений цена первичного размещения CLN превышает справедливую стоимость связанных кредитных нот в среднем на 8,3%, что свидетельствует о переоценке данного финансового инструмента за рассматриваемый период времени и позволяет сделать вывод об актуальности проблемы адекватной оценки связанных кредитных нот на рынке отечественных заемщиков. Так, CLN размещаются эмитентами среди инвесторов по цене X руб., тогда как справедливая стоимость связанных кредитных нот российских заемщиков, определенная с помощью предложенной автором математической модели, составляет в среднем лишь $0,917X$ руб. Т.е., величина выплат по связанным кредитным нотам, рассчитанная на основе параметров эмиссий CLN российских заемщиков и осуществляемая эмитентом в пользу инвесторов, соответствует не первичным вложениям последних, а меньшей величине – справедливой стоимости CLN. Другими словами, первоначальные затраты инвесторов на приобретение CLN превысят полученные ими будущие выплаты по связанным кредитным нотам.

Представляется возможным утверждать, что эмитенты связанных кредитных нот отечественных заемщиков имеют склонность устанавливать завышенные цены при первичном размещении CLN, что может быть обусловлено их оппортунистическим поведением. Пользуясь сложностью определения справедливой стоимости связанных кредитных нот на рынке, эмитенты могут осуществлять продажу CLN с высоким риском по гораздо более высоким ценам, чем предполагает рынок. Инвесторы, не имеющие возможности в полной мере оценить рискованность предстоящих вложений, а также

определять их справедливую стоимость, приобретают переоцененные связанные кредитные ноты, в связи с чем впоследствии могут получать выплаты по CLN, недостаточно высокие для покрытия возможных убытков.

Использование предлагаемой модели на ранних стадиях выпуска может помочь отечественным экономическим субъектам определять и заранее просчитывать справедливую стоимость связанных кредитных нот с учетом как успешного, так и неблагоприятного исхода сделок с использованием CLN, в результате чего, возможно, удастся учитывать необходимые риски, осуществлять выпуск связанных кредитных нот по справедливым рыночным ценам, снижая, тем самым, вероятность дисбаланса финансовых рынков в мировой экономике.

Таким образом, с учетом вышеуказанных, а возможно и многих других факторов, затрудняющих адекватную оценку связанных кредитных нот, можно говорить о том, что в сделках с использованием CLN могут быть заложены риски, реализация которых будет способствовать подрыву эффективного функционирования финансовых рынков, в том числе и в России. Вследствие этого, помимо разработок в области экономической оценки CLN необходимо вырабатывать более продуманную и комплексную политику в плане контроля и регулирования сделок с использованием связанных кредитных нот российскими заемщиками.

3.4 Правовое регулирование связанных кредитных нот в Российской Федерации.

Помимо того, что рынок связанных кредитных нот считается менее развитым в сравнении с рынком синдицированных еврокредитов и еврооблигаций, вторичный рынок CLN чаще всего недостаточно ликвиден. Вследствие неполного раскрытия информации о заемщиках и кредиторах и ее асимметрии растут риски и снижается надежность осуществления подобных сделок в глазах инвесторов на международных рынках капитала. Кроме того, отечественное законодательное регулирование пока еще не содержит подробные нормы, определяющие применение связанных кредитных нот в практике российских банков и компаний, что также вносит свои негативные коррективы в эффективность зарождающегося рынка данного финансового инструмента.

Несмотря на распространенную точку зрения, что именно использование деривативных составляющих в долговых финансовых инструментах может способствовать возникновению финансовых кризисов, все же вероятность такого неблагоприятного исхода может быть снижена при их грамотном использовании. Ведь профессиональное применение новейших финансовых инструментов, разработок и

технологий позволяет не только повысить эффективность управления различными видами рисков, но и, как следствие, улучшить условия привлечения финансирования и инвестирования для экономики той или иной страны.

На сегодняшний день общепризнанным фактом является то, что существование целостного и идущего в ногу со временем финансового законодательства вносит достаточно весомый вклад не только в развитие и становление финансовых рынков, но и способствует их постоянному совершенствованию и обновлению. Безусловно, каждая страна имеет право на собственный выбор в использовании тех или иных финансовых инноваций и адаптации собственного законодательства согласно изменениям глобального масштаба в мировой экономике. Однако данный выбор все же должен быть основан на анализе эффективности использования новейших финансовых технологий экономическими субъектами данной страны и возможностей их применения в зависимости от степени развития собственного финансового рынка.

На данный момент времени российское законодательство не содержит конкретного закона, регулирующего использование связанных кредитных нот отечественными экономическими субъектами.

Тем не менее следует заметить, что в России в марте 2003 года была предпринята попытка законодательно закрепить использование нового финансового инструмента под названием кредитная нота. В общем и целом, а также согласно мнению, указанному в пояснительной записке к проекту федерального закона РФ «О внесении дополнений в федеральный закон «О банках и банковской деятельности» и федеральный закон «О рынке ценных бумаг» от 21 июля 2003 года экономические субъекты, приобретающие права на владение кредитной нотой, будут обладать правами, которые схожи с правами, предоставляемыми связанными кредитными нотами, организация эмиссии которых регулируется иностранным правом. На тот момент уже многие российские компании и банки заинтересовались и начали использовать CLN в своей деятельности, в том числе и для привлечения финансирования с мирового рынка капитала. Однако инвесторами в подобных сделках, как в принципе и крупными участниками, в основном являлись и являются сегодня иностранные экономические субъекты, что ограничивает возможности отечественных участников и не совсем приветствуется отечественными экономистами и специалистами в области финансов и привлечения зарубежного финансирования.

В качестве дополнения в федеральные законы «О банках и банковской деятельности» и «О рынке ценных бумаг» депутатами Государственной думы предполагалось внести определение кредитной ноты, которая понималась как «эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на получение от эмитента

части выплат, производимых в его пользу заемщиками по кредитным договорам, на условиях и в порядке, установленных договором об участии в кредитном риске».¹⁰⁶ При этом согласно законопроекту осуществлять эмиссию кредитных нот разрешается только кредитным организациям. Договор об участии в кредитном риске, предусматривающий условия передачи денежных средств участником сделки кредитной организации в обмен на выплату участнику части суммы, которую кредитная организация получает от заемщика, заключается непосредственно кредитной организацией, которая преследует цели снижения рисков, а также достижения финансовой устойчивости и надежности. Такой договор заключается посредством выпуска кредитной ноты, которая согласно законопроекту будет свидетельствовать о праве участника сделки на участие в кредитном риске.

Помимо непосредственного определения кредитной ноты и договора участия в кредитном риске данный законопроект предполагает внесение уточнений прав эмитентов и владельцев кредитных нот, окончательный вариант которых главным образом будет зависеть от исполнения или же неисполнения обязательств заемщиком, а также эмитентом кредитных нот.

Таким образом, налицо значительные сходства с основными параметрами механизма и устройства связанной кредитной ноты: заемщик, участник – третье лицо, кредитная организация – эмитент связанной кредитной ноты, договор участия в кредитном риске, зависимость от определенного кредитного события – исполнения или же неисполнения собственных долговых обязательств заемщиком, вследствие чего обладание связанной кредитной нотой будет являться правом требования компенсации определенного вида третьим лицом либо у эмитента CLN, либо у непосредственного заемщика.

Следует заметить, что рассматриваемый проект федерального закона принят не был на основании «содержания существенных правовых пробелов, которые не позволяют полноценно осуществлять его практическое правоприменение»¹⁰⁷.

Однако на взгляд автора при определенной степени доработки и внесении некоторых корректировок данный законопроект мог бы вполне быть принят и

¹⁰⁶ Проект федерального закона № 385126-3 «О внесении дополнений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» (в части выпуска кредитных нот): отклонен Государственной Думой ФС РФ 24 ноября 2004г. // Постановление N 1205-IV ГД.

¹⁰⁷ Заключение Комитета Государственной Думы по кредитным организациям и финансовым рынкам от 10 ноября 2004 г. N 3.24-13/1028 по Проекту федерального закона № 385126 – 3 «О внесении дополнений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» (в части выпуска кредитных нот) // Интернет-сайт компании «КонсультантПлюс». URL: <http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=PRJ;n=28525;fld=134;dst=4294967295;rnd=0.8333078919595324> (дата обращения: 15.04.2011 г.).

определить механизм применения связанных кредитных нот в российской экономике. В частности, следует дать четкое определение связанной кредитной ноте – понимается ли данный финансовый инструмент на отечественном рынке капитала как долговая ценная бумага, или как дериватив, или же как их гибрид. В случае восприятия связанных кредитных нот в качестве гибрида – долговой эмиссионной ценной бумаги, включающей в себя деривативную составляющую, следует дать подробную классификацию и перечень деривативных инструментов, которые отечественные экономические субъекты вправе использовать в сделках с CLN.

Помимо прочего следует раскрыть наиболее распространенные схемы эмиссии связанных кредитных нот, а также права и обязанности как российских, так и зарубежных участников сделок с CLN с целью наибольшего упорядочения организации выпуска данного финансового инструмента и разрешения спорных вопросов в плане юридического сопровождения сделок.

Следует также дать перечень непосредственно сделок и операций, в которых применимо использование связанных кредитных нот, включающих конкретные цели и задачи их использования отечественными экономическими субъектами, в частности, компаниями и банками, а также определить меры по защите прав участников сделок и эффективному управлению рисками, связанными с данной деятельностью.

Необходимо дать конкретное определение тому, что лежит в основе исполнения или же неисполнения обязательств, которые включают связанные кредитные ноты, а именно определить понятие «кредитное событие», т.к. по сути именно к кредитному событию привязано функционирование связанных кредитных нот. Также необходимо определить понятие «участник» - если это третье лицо сделки, то какие экономические субъекты вправе принимать участие в финансовых операциях с использованием связанных кредитных нот.

Необходимо определить условия погашения связанных кредитных нот и осуществления по ним текущих выплат, законодательно установить нормы раскрытия и предоставления информации об отечественных экономических субъектах иностранным инвесторам и контрагентам с целью увеличения вероятности благоприятного исхода привлечения зарубежных финансовых ресурсов с использованием связанных кредитных нот и недопущения асимметрии и искажения информации на рынке, ведущей к снижению эффективности использования CLN.

Несмотря на отсутствие фактического законодательного описания такого финансового инструмента, как связанные кредитные ноты, уже в проекте федерального закона РФ «О внесении дополнений в федеральный закон «О банках и банковской

деятельности» и федеральный закон «О рынке ценных бумаг» признавалось, что с использованием кредитных нот, механизм функционирования которых схож с CLN, отечественные экономические субъекты могут обрести значительные потенциальные возможности в плане рефинансирования собственных долговых обязательств, а также перераспределения и управления кредитными и экономическими рисками. Оговаривался так же и тот момент, что благодаря применению этого инструмента будет в значительной степени снижена концентрация рисков в российской банковской системе, которая в результате станет более устойчивой к системным финансовым кризисам и сформирует необходимые условия для их недопущения. Помимо прочего, согласно мнению, отраженному в упомянутом проекте федерального закона, кредитные ноты, а значит в какой-то степени и CLN, признаются достаточно привлекательными для российских экономических субъектов в плане осуществления инвестиций, что будет способствовать дальнейшему развитию рынка новых финансовых инструментов в отношении привлечения зарубежных финансовых ресурсов, а также рефинансирования существующих долговых обязательств.

Выводы.

Выпуск связанных кредитных нот является привлекательным способом для первоначального выхода на международные рынки капитала и получения финансовых ресурсов отечественными экономическими субъектами, в том числе небольшими компаниями и банками, не обладающими высокими кредитными рейтингами, большой степенью прозрачности кредитно-финансовой деятельности, а также не имеющими возможности привлекать финансирование за счет выпуска еврооблигаций и синдицированных еврокредитов. Эмиссия CLN предоставляет возможность таким компаниям и банкам попасть в поле зрения зарекомендовавших себя на международных рынках капитала надежных организаторов займов, иностранных инвесторов и непосредственно самих кредиторов, а также способствует началу формирования международной кредитной истории.

За последнее десятилетие наблюдается достаточно динамичное развитие рынка связанных кредитных нот российских заемщиков, который постепенно наращивает как объемы выпуска, так и вовлекает все новых участников в лице отечественных банков, национальных компаний и инвесторов, а также участников зарубежных финансовых рынков. Анализ рынка CLN по величине, валютной структуре и методам размещения показывает, что, благодаря многообразию возможностей и выгодным условиям, значение

данного рынка заимствований постоянно растет, что еще раз подтверждает тенденцию к секьюритизации на рынках внешних займов.

Среди стран СНГ за 2002-2010 гг. наибольшую долю в 90% всех размещений связанных кредитных нот составляют эмиссии CLN российских заемщиков.

В рублевом эквиваленте лидером среди получателей ресурсов по программам связанных кредитных нот среди стран СНГ за последнее десятилетие также является Россия, чей выпуск в 2007 году достиг пикового значения в докризисный период и составил 104,8 млрд руб.

Наибольшую активность в плане эмиссий связанных кредитных нот применительно к российской экономике демонстрирует сектор банков и финансовых институтов, а также секторы «строительство и девелопмент» и «другие отрасли», где привлеченные путем выпуска CLN финансовые ресурсы используются главным образом для рефинансирования уже существующих долговых обязательств, расширения кредитной деятельности и финансирования различных проектов. Основной валютой организации выпусков связанных кредитных нот является доллар США. Тем не менее рублевые выпуски также часты и их объемы продолжают расти.

Наибольшее количество успешных эмиссий связанных кредитных нот за рассматриваемый период времени было осуществлено в секторе банков и финансовых институтов вследствие того, что российские банки и финансовые институты являются участниками международных финансовых рынков, активно налаживают связи с иностранными экономическими субъектами. Многие крупные отечественные финансовые организации уже успели зарекомендовать себя в качестве надежных партнеров на зарубежных рынках, а также расширить потенциальную клиентскую базу в лице иностранных инвесторов. В их числе на сегодняшний день можно назвать банк ОАО «Национальный банк “ТРАСТ”», ОАО «МДМ-Банк» и ООО КБ «Ренессанс Капитал».

Наибольшее количество дефолтных эмиссий связанных кредитных нот сосредоточено в секторах «строительство и девелопмент» и торговли, что может быть связано с определенной национальной спецификой развития данных отраслей в экономике России, подразумевающей неэффективность функционирования, коррумпированность и мошенничество в большей степени, нежели в других отраслях отечественной экономики.

Под влиянием кризисных явлений в мировой экономике объемы рынка связанных кредитных нот несколько сократились, однако организация эмиссий CLN на международных финансовых рынках отечественными экономическими субъектами с

целью привлечения финансирования не потеряла своей актуальности. Благодаря кропотливой работе с индивидуальными инвесторами рынок CLN продолжает функционировать и развиваться.

Привлечение финансирования в кризисных условиях с помощью связанных кредитных нот может быть достаточно выгодным российским экономическим субъектам по следующим причинам: 1) Осуществление сделок частного характера повышает инвестиционное доверие покупателей кредитных нот. При этом процедура выпуска CLN может интерпретироваться как своеобразный отбор качественных кредиторов и заемщиков с целью удовлетворения потребностей не только инвесторов CLN, но и всех сторон сделки, что в дальнейшем может способствовать повышению эффективности операций с использованием связанных кредитных нот. 2) Низкая ликвидность рынка CLN препятствует паническим продажам в условиях финансовых потрясений в экономике. 3) Небольшие компании и банки, не обладающие высоким кредитным рейтингом или таковым вовсе, а также обширной кредитной историей, при помощи эмиссии связанных кредитных нот могут рефинансировать собственные долговые обязательства и выходить на международные финансовые рынки, в частности, на евровалютный рынок ссудного капитала.

Одной из возможных проблем рынка связанных кредитных нот в современной мировой экономике является трудность осуществления адекватной оценки CLN, а именно, определения справедливой рыночной стоимости связанных кредитных нот, возникающая у экономических субъектов вследствие информационной асимметрии финансовых рынков, недостаточной компетентности их участников, изменчивой природы рыночной конъюнктуры, а также сложностей механизма CLN. Результатом подобной проблемы может стать несоответствие цен первичного размещения связанных кредитных нот их справедливой рыночной стоимости, степень которого выражается в переоценке или недооценке CLN на первичном рынке.

В целях решения проблемы осуществления справедливой рыночной оценки связанных кредитных нот автором предлагается приблизительная математическая модель расчета справедливой стоимости CLN, которая позволяет рассчитать данный показатель для эмиссий CLN отечественных заемщиков с учетом особенности структуры данного финансового инструмента в виде двух составляющих: совокупных выплат по связанным кредитным нотам в случае успешной сделки и выплат по CLN в случае дефолта.

С помощью результатов оценки справедливой стоимости связанных кредитных нот российских заемщиков на основе предложенной математической модели также становится возможным осуществить анализ степени соответствия цен первичного размещения

данных финансовых инструментов их справедливой стоимости на рынке, итоги которого свидетельствуют о переоценке CLN за рассматриваемый период времени в среднем на 8,3%.

Причинами переоценки связанных кредитных нот российских заемщиков могут являться оппортунистическое поведение эмитентов CLN, информационная асимметрия рынка, трудность определения справедливой стоимости CLN и их потенциальных рисков, что в совокупности может негативно влиять на функционирование рынка данного финансового инструмента.

Использование предлагаемой автором математической модели оценки справедливой стоимости CLN на ранних стадиях выпуска позволит определять и заранее просчитывать стоимость связанных кредитных нот с учетом как успешного, так и неблагоприятного исхода сделок с использованием CLN. При этом отечественные экономические субъекты могут получить возможность учитывать вероятные исходы сделок с использованием связанных кредитных нот, потенциальные риски, просчитывать соответствующие им необходимые выплаты, а также осуществлять выпуск связанных кредитных нот по справедливым рыночным ценам, снижая, тем самым, вероятность дисбаланса финансовых рынков в мировой экономике в целом.

Отечественное законодательное регулирование пока еще не содержит подробные нормы, определяющие применение связанных кредитных нот в практике российских банков и компаний, что также вносит свои негативные коррективы в эффективность зарождающегося рынка данного финансового инструмента. В настоящее время в России не существует нормативно-правовых документов, грамотно и четко дающих определение связанных кредитных нот, их структуры, механизма функционирования, а также целей и способов их использования отечественными экономическими субъектами как на национальном, так и на международных финансовых рынках. Тем не менее в проекте федерального закона РФ «О внесении дополнений в федеральный закон «О банках и банковской деятельности» и федеральный закон «О рынке ценных бумаг» от 21 июля 2003 года была предпринята попытка закрепить использование нового финансового инструмента – кредитной ноты – схожей по многим параметрам и условиям сделок с CLN. В рамках этого законопроекта были ярко выражены потенциальные преимущества использования данного финансового инструмента в практике отечественных экономических субъектов.

В связи с этим представляется возможным дать следующие рекомендации по реформированию политики национального регулирования рынка связанных кредитных нот. Следует дать четкое правовое определение связанной кредитной ноте, разработать

легитимный перечень деривативных инструментов, которые отечественные экономические субъекты вправе использовать в сделках с CLN, раскрыть возможные схемы эмиссии связанных кредитных нот, а также права и обязанности как российских, так и зарубежных участников сделок с CLN с целью наибольшего упорядочения организации выпуска данного финансового инструмента и разрешения спорных вопросов в плане юридического сопровождения сделок. Необходимо определить виды операций, в которых допускается использование CLN, и контрагентов по ним, описать конкретные цели и задачи их применения в практике отечественных экономических субъектов, а также разработать меры по защите прав участников сделок и эффективному управлению рисками, связанными с данной деятельностью. Следует уточнить составляющие понятия «кредитное событие» для прогноза и учета всех возможных неблагоприятных случаев в рамках сделок, установить нормы раскрытия и предоставления информации при осуществлении сделок с CLN. Должны быть определены условия погашения связанных кредитных нот, а также осуществления по ним текущих выплат с целью увеличения вероятности благоприятного исхода привлечения зарубежных финансовых ресурсов при помощи связанных кредитных нот и недопущения асимметрии и искажения информации на рынке, ведущей к снижению эффективности использования CLN.

Заключение

В современной мировой экономике международные операции, связанные с привлечением финансовых ресурсов и движением капитала между странами, являются важным и необходимым условием как эффективного функционирования мирового рынка капитала, так и мирового хозяйства в целом.

Благодаря глобализации финансовых ресурсов и становлению мирового рынка ссудного капитала, включающего евровалютный рынок, привлечение международного долгового финансирования становится все более доступным для большинства экономических субъектов как развитых стран, так и стран с формирующимся рынком, что способствует активному развитию здоровой конкуренции за более эффективное и рациональное использование финансового капитала.

Вследствие процессов глобализации и финансиализации мировой экономики за последние десятилетия наблюдается значительный рост кредитных и заемных операций на финансовых рынках, увеличиваются масштабы и объемы валютных и деривативных сделок. Совершенствуются способы организации привлечения финансирования с евровалютного рынка ссудного капитала, в том числе и российскими экономическими субъектами, а также механизмы регулирования и сопровождения сделок на международном рынке долговых ценных бумаг.

Национальные коммерческие банки и компании как развитых стран, так и стран с формирующимся рынком, выходят на мировой и евровалютный рынок ссудного капитала, используя все новые финансовые инструменты, более адаптированные к современным экономическим условиям, тем самым повышая уровень собственных финансово-кредитных возможностей, расширяя объем потенциальной клиентской базы, а также демонстрируя в определенной мере восприимчивость к сотрудничеству с иностранными кредитно-финансовыми институтами.

Связанные кредитные ноты или CLN (credit linked notes) представляют собой относительно новый финансовый инструмент, завоевавший за последнее десятилетие популярность среди многих участников международных рынков капитала, включая и евровалютный рынок. Экономические субъекты различных стран активно используют связанные кредитные ноты в схемах привлечения финансирования на международных рынках, а также при осуществлении политики по управлению кредитным риском и структурированию собственных долговых обязательств. В современной экономике данный финансовый инструмент является возможной альтернативой синдицированного

банковского кредитования и еврооблигационного заимствования, а также распространенным предметом секьюритизационных сделок.

Участниками сделок с использованием связанных кредитных нот на международных финансовых рынках, как правило, являются контрагенты, имеющие высокий уровень квалификации, высокие кредитные рейтинги и благоприятную репутацию. Отечественные компании и банки, сотрудничая с зарубежными контрагентами, изучают различные способы выхода на мировой рынок капитала и получают ценный опыт функционирования на зарубежных рынках, включая возможности привлечения финансирования, заключения взаимовыгодных сделок, а также успешного ведения собственной экономической деятельности.

В целом, с помощью связанных кредитных нот российские компании, банки, а также инвесторы могут реализовывать стратегические цели и решать определенные задачи в рамках управления кредитным и другими видами рисков, рефинансирования кредитов, реструктуризации активов или обязательств и управления их ликвидностью, привлечения финансовых ресурсов на благоприятных условиях и в требуемых объемах, диверсификации источников финансирования, участия на рынке корпоративных заимствований, инвестирования в долговые ценные бумаги со встроенными кредитными деривативами и получения более высокой доходности в сравнении с прямыми вложениями в стандартные долговые финансовые инструменты.

Что касается международного рынка ссудного капитала, то его развитие как основной сферы трансграничных операций по привлечению финансовых ресурсов, в том числе, при помощи связанных кредитных нот, создало новые возможности финансирования для банков и компаний в различных странах без использования ресурсов на внутренних финансовых рынках, а также стимулировало размещение национальных финансовых ресурсов на международном уровне, в частности, непосредственно на евровалютном рынке, способствуя тем самым развитию международных экономических отношений в целом.

Представляется, что наиболее весомыми факторами возникновения и динамичного развития евровалютного рынка явились, в частности, активная ограничительная политика в ведущих развитых странах в валютно-финансовой области, впоследствии - постепенное нивелирование ограничений и барьеров на внутренних рынках на пути международного движения капитала, долгосрочные тенденции движения ссудного капитала, глобализационные и интеграционные процессы в мировой экономике, а также развитие и рост масштабов финансовых операций с ценными бумагами.

Вследствие глобализации и либерализации рынков финансовых ресурсов национальные рынки становятся взаимозависимыми и недостаточно устойчивыми. Как следствие, существует вероятность того, что негативные финансовые колебания и кризисы, возникающие на одном из рынков в результате определенных действий экономических субъектов – резидентов или нерезидентов, вызовут цепную реакцию и отрицательные экономические последствия различной степени тяжести для других рынков. Как правило, это происходит по причине несостоятельности внутренней финансово-экономической политики, наличия долгового кризиса, неэффективной политики валютного курса и нерационального использования привлеченных финансовых средств.

Более того, несмотря на очевидное преимущество либерализации рынков финансовых ресурсов отрицательным последствием данного экономического явления является открытость и доступность национальных рынков для так называемых «горячих денег», вследствие чего финансовые рынки отдельных стран становятся более нестабильными и чувствительными к глобальным экономическим процессам.

Следует также заметить, что многие национальные финансовые рынки постепенно теряют суверенитет в области регулирования, контроля и принятия важных стратегических решений в отношении внутренних финансовых ресурсов в пользу других экономических субъектов, включающих транснациональные корпорации, транснациональные банки, международных институциональных инвесторов, международные экономические организации, многосторонние финансовые органы регулирования и контроля, а также международные интеграционные объединения.

Механизмы долгового финансирования, как и финансовые операции в целом на мировом и евровалютном рынке ссудного капитала способны обеспечить значительные потенциальные кредитные, а также инвестиционные возможности по привлечению и предоставлению финансовых ресурсов субъектам мировой экономики. В сравнении с национальными рынками евровалютный рынок ссудного капитала в целях финансового сотрудничества может предложить услуги достаточно известных международных банков, компаний и других финансовых институтов, способных обеспечить надежность, безопасность и эффективность финансовых сделок, что значительно упрощает процедуру их организации, снижает издержки времени, а также излишние затраты на поиск подходящих посредников, благодаря чему как заемщики, так и кредиторы могут удовлетворять собственные потребности в финансовых ресурсах на взаимно более выгодных условиях.

Учитывая общемировые тенденции глобализации, а также интеграции финансовых рынков различных стран, можно утверждать, что на сегодняшний день система еврокредитов и еврозаймов (кредитов и займов в евровалюте) в значительной мере соответствует потребностям субъектов современной мировой экономики. Кроме того, политика финансовых институтов, а также органов регулирования и контроля финансовых рынков, как и отдельных компаний и банков, в области привлечения финансирования становится более гибкой, разноплановой и адаптированной к современным экономическим реалиям.

Несмотря на внушительные масштабы рынка синдицированных банковских еврокредитов, а также широкую степень распространения практики привлечения финансовых ресурсов при их помощи существует и альтернативный способ финансирования компаний и банков. В настоящее время одним из достаточно распространенных и популярных способов привлечения финансовых ресурсов на международном рынке капитала является евровалютное финансирование посредством эмиссий долговых ценных бумаг, являющихся растущим источником кредитования и внешнего заимствования для правительственных и в особенности банковских и корпоративных структур. Это подтверждает тенденцию секьюритизации кредитных отношений, наблюдаемую в современной мировой экономике. Одним из проявлений секьюритизации кредитных отношений становятся операции секьюритизации активов. Спектр данных сделок и используемых при этом финансовых инструментов расширяется, принося свои коррективы в эффективность финансового рынка в целом. Представляется, что применение того или иного метода секьюритизации активов (традиционной или синтетической) будет зависеть от экономической конъюнктуры той или иной страны, принятого законодательства в области налогообложения, бухгалтерского учета и т.д. В целом секьюритизация активов как явление может способствовать дальнейшему развитию рынка финансовых инноваций, а также расширению круга его потенциальных участников. В рамках данных сделок используются и связанные кредитные ноты. При этом одной из целей операций может являться привлечение кредитных ресурсов на международных рынках капитала.

На сегодняшний день существует множество категорий и видов связанных кредитных нот, которые в зависимости от собственного функционала и целевой направленности могут применяться в сделках теми или иными экономическими субъектами на международных и национальных финансовых рынках. Столь разнообразная типология данного финансового инструмента прежде всего обуславливается спецификой его структурирования.

В частности, финансовые сделки с использованием связанных кредитных нот могут носить достаточно индивидуальный характер, что позволяет создавать такие структуры CLN, которые смогли бы в полной мере удовлетворить финансовые требования всех контрагентов сделки.

Кроме того, использование различных компонентов связанных кредитных нот в форме, к примеру, деривативных контрактов позволяет расширить привычные границы применения CLN в рамках практики банков, компаний и инвесторов, для многих из которых определенные сегменты мирового рынка капитала на сегодняшний день являются труднодоступными.

Механизм функционирования связанных кредитных нот является достаточно непростым, однако, по мнению автора, достойным внимания. Безусловно, использование CLN как в рассмотренных в работе случаях, так и в других существующих на сегодняшний день схемах несет в себе определенные риски, однако каждая категория экономических субъектов, в том числе и отечественных, при грамотном их применении способна извлечь для себя значительные выгоды. Кроме того, на практике некоторые категории и виды связанных кредитных нот часто переплетаются, в результате чего сделки с использованием данного финансового инструмента могут носить достаточно сложный характер, но, тем не менее, будут небезинтересны многим компаниям и банкам, желающим идти в ногу с изменениями рыночной конъюнктуры современной мировой экономики.

Рынок связанных кредитных нот российских заемщиков является достаточно небольшим, его национальное законодательное регулирование отсутствует, однако он продолжает развиваться, что позволяет уже на сегодняшний день выделять лидеров в области привлечения финансирования с использованием CLN. Кроме того, анализ российскими компаниями и банками зарубежного опыта функционирования рынка связанных кредитных нот, а также конъюнктуры мирового финансового рынка экономики в целом, может быть полезен в разработке собственных моделей оценки CLN, прогнозировании и учете рыночных и кредитных рисков, а также выработке более эффективной политики выхода на международные рынки капитала с использованием данного финансового инструмента.

Подводя итог, следует сказать о том, что обладая возможностью свободно применять в своей практике различные схемы использования связанных кредитных нот, как зарубежные, так и отечественные экономические субъекты не только смогут позволить себе привлекать более дешевое заемное финансирование, иногда столь необходимое на различных этапах их деятельности, но и приобрести ценный опыт и

навыки управления рисками и функционирования на более развитых зарубежных финансовых рынках, что впоследствии может способствовать росту доли участия отечественных партнеров в сделках с данными финансовыми инструментами.

На взгляд автора, спастись от оттока отечественных капиталов за рубеж или же увеличения объемов международной задолженности путем простого игнорирования и неприятия финансовых инноваций, которые действительно могут оказаться высокоэффективными в условиях российской экономики, – вчерашний день. К тому же конкурентоспособность до сих пор ни на секунду не потеряла своей значимости в сфере экономики и финансов. А приобретенные знания будут являться весьма полезной информацией, которую можно будет научиться применять и в российских экономических реалиях с учетом их исключительных и специфических черт, тем самым развивая возможности внутреннего финансового рынка и совершенствуя способность отечественных экономических субъектов конкурировать на международном уровне.

Библиографический список

1. Заключение Комитета Государственной Думы по кредитным организациям и финансовым рынкам от 10 ноября 2004 г. N 3.24-13/1028 по Проекту федерального закона № 385126 – 3 «О внесении дополнений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» (в части выпуска кредитных нот) // Интернет-сайт компании «КонсультантПлюс». URL: <http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=PRJ;n=28525;fld=134;dst=4294967295;rnd=0.7632007757201791>.
2. Заключение Правового Управления Аппарата Государственной Думы от 25 октября 2004 г. N 2,2-1/3473 по Проекту Федерального Закона N 385126-3 «О внесении дополнений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» (в части выпуска кредитных нот) (I чтение) // Интернет-сайт компании «КонсультантПлюс». URL: <http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=PRJ;n=28524;fld=134;dst=4294967295;rnd=0.6133206360973418>.
3. Официальный отзыв Правительства Российской Федерации от 17 августа 2004 г. N 4172п-П13 на Проект Федерального Закона N 385126-3 «О внесении дополнений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» (в части выпуска кредитных нот) // Интернет-сайт компании «КонсультантПлюс». URL: <http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=PRJ;n=28523;fld=134;dst=4294967295;rnd=0.6792650204151869>.
4. Постановление Государственной Думы Федерального Собрания Российской Федерации от 24 ноября 2004 г. N 1205-IV ГД о Проекте Федерального Закона N 385126-3 «О внесении дополнений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» (в части выпуска кредитных нот) // Интернет-сайт компании «КонсультантПлюс». URL: <http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=EXP;n=336859;fld=134;dst=4294967295;rnd=0.692003017058596>.
5. Пояснительная записка к проекту Федерального Закона «О внесении дополнений в Федеральный Закон «О рынке ценных бумаг» (в части выпуска кредитных нот) // Интернет-сайт компании «КонсультантПлюс». URL: <http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=PRJ;n=20444;fld=134;dst=4294967295;rnd=0.8231066921725869>.
6. Проект федерального закона № 385126 – 3 «О внесении дополнений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» (в части выпуска связанных кредитных нот) // Интернет-сайт компании «КонсультантПлюс». URL: <http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=PRJ;n=20442>.
7. Федеральный Закон от 22.04.1996 «О рынке ценных бумаг» № 39 – ФЗ // Интернет-сайт компании «КонсультантПлюс». URL: http://www.consultant.ru/popular/cenbum/?utm_campaign=lawdoc_dynamic&utm_source=google.adwords&utm_medium=cpc&utm_content=1&gclid=CIGkvaK1s70CFaEMcwodRrgAtw.
8. Credit Derivatives Definitions // International Swaps and Derivatives Association, Inc. New York, 2003. – 84 p.
9. Directive 80/390/EEC of European Community of 17 March 1980.
10. Directive 89/298/EEC of European Community of 17 April 1989.
11. Directive 2001/34/EC of European Parliament and of the Council of 28 May 2001 on the admission of the securities to official stock exchange listing and on information to be published on those securities.
12. General Rules and Regulations promulgated under the Securities Act of 1933 // Securities Lawyer's Deskbook. Интернет-сайт юридического факультета Университета Цинциннати «The University of Cincinnati College of Law.» URL: <http://taft.law.uc.edu/CCL/33ActRls/index.html>.
13. Guidance on Credit Derivatives // Board Notice 414. The Securities and Futures Authority, 1997. – 12 p.

14. Recommendation letter // International Swaps and Derivatives Association, Inc. – March, 2004. – 4 p. Интернет-сайт Международной ассоциации свопов и деривативов. URL: <http://www.isda.org/speeches/pdf/ISDAs-comment-letter-FASB031204.pdf>.
15. Securities Act of 1933 // United States Congress, 1933. – 93 p. Интернет-сайт Комиссии по ценным бумагам и биржам The United States Securities and Exchange Commission. URL: <https://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf>.
16. Standard CDS Converter Specification // ISDA. Version: May 5, 2009, last updated May 24, 2013. – Р. 1. Интернет-сайт стандартной модели кредитного дефолтного свопа Международной ассоциации свопов и деривативов ISDA CDS Standard Model. URL: <http://www.cdsmodel.com/assets/cds-model/docs/ISDA%20Standard%20CDS%20Contract%20Converter%20Specification%20-%20Sept%2004,%202009.pdf>
17. Авдокушин Е.Ф. Международные финансовые отношения (основы финансовики): Учебное пособие для бакалавров / Е.Ф. Авдокушин. М.: Издательско-торговая корпорация «Дашков и К'», 2013. – 132 с.
18. Авдокушин Е.Ф. Международные экономические отношения: учебник / Е.Ф. Авдокушин. М.: Экономистъ, 2003. – 366 с.
19. Бабичев М.Ю. Бабичева Ю.А. Трохова О.В. Банковское дело: справочное пособие. М.: Экономика, 2004. – 398 с.
20. Балакирев Н.Н., Давиденко Л.П. Облигации в системе рыночных отношений Российской Федерации: Учебное пособие. СПб.: ИВЭСЭП, Знание, 2008. – 64 с.
21. Бланк И.А. Основы инвестиционного менеджмента. К.: Ника-Центр, Эльга, 2004. Т. 2. – 560 с.
22. Блохина Т.К. Финансовые рынки: Учебное пособие. М.: РУДН, 2009. – 198 с.
23. Буклемишев О. Рынок еврооблигаций. М.: Дело, 2000. – 232 с.
24. Глобализация мирового хозяйства / Под ред. М.Н. Осьмовой, Г.И. Глущенко / М.Н. Осьмова, Е.А. Касаткина, М.Л. Лучко, В.А. Зубенко, А.К. Ляменков, Г.И. Глущенко. М.: Инфра – М, 2014. – 389 с.
25. Глобализация мирового хозяйства: Учебное пособие / Под ред. М.Н. Осьмовой, А.В. Бойченко. М.: Инфра – М, 2011. – 376 с.
26. Касаткина Е.А., Градобоев В.В. Мировая экономика в условиях кризиса. Сборник научных работ молодых ученых кафедры мировой экономики МГУ имени М.В. Ломоносова / Под. ред. д.э.н., профессора Касаткиной Е.А., к.э.н., доцента Градобоева В.В. М.: МАКС Пресс, 2010. – 208 с.
27. Колесов В.П., Кулаков М.В. Международная экономика: Учебник. М.: ИНФРА – М, 2009. – 474 с.
28. Ломакин В.К. Мировая экономика: Учебное пособие. 4-е изд., перераб. и доп. М.: ЮНИТИ – ДАНА, 2012. – 671 с.
29. Лучко М.Л. Тенденции развития мировой экономики в начале XXI века. Сборник статей / Отв. ред. д.э.н., проф. Лучко М.Л. М.: МАКС Пресс, 2010. – 168 с.
30. Ляменков А.К. Переход России к рыночной экономике: чем нам полезен опыт других стран. М.: Магистр, 1997. – 40 с.
31. Международные валютно – кредитные отношения: учебник для вузов / Под ред. Л.Н. Красавиной. 4-е изд., перераб. и доп. М.: Издательство Юрайт, 2014. – 543 с.
32. Мировая экономика: учебник / Под ред. А.С. Булатова. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Экономистъ, 2008. – 860 с.
33. Мировая экономика и международный бизнес: Учебник / Под общ. ред. д.э.н., проф. В.В. Полякова, д.э.н., проф. Р.К.Щенина. 5-е изд., стер. М.: КНОРУС, 2008. – 688 с.
34. Мировая экономика и международные экономические отношения: Учебник / Под. ред. д.э.н., проф. А.С. Булатова, д.э.н., проф. Н.Н. Ливенцева. М.: Магистр, 2008. – 654 с.

35. Мировая экономика и международные экономические отношения: М 64 [в 2 ч.] Ч. 1: Учебник / под ред. чл.-корр. РАН, д-ра экон. наук, проф. Р.И. Хасбулатова. М.: Гардарики, 2006. – 671 с.
36. Мировая экономика и международные экономические отношения: М 64 [в 2 ч.] Ч. 2: Учебник / под ред. чл.-корр. РАН, д-ра экон. наук, проф. Р.И. Хасбулатова. М.: Гардарики, 2006. – 718 с.
37. Моисеев С.Р. Международные финансовые рынки и международные финансовые институты / Московский международный институт эконометрики, информатики, финансов и права. М., 2003. – 245 с.
38. Мусатов В.Т. Международная миграция фиктивного капитала. М.: Международные отношения, 1983. – 208 с.
39. Общая теория денег и кредита: учебник для вузов / Под ред. академ. РАЕН Е.Ф. Жукова. 3-е изд., перераб. и доп. М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2012. – 423 с.
40. Осьмова М.Н., Клавдиенко В.П., Ляменков А.К. Глобализация мировой экономики и устойчивое развитие как императив современного этапа человеческой цивилизации. М.: ТЕИС, 2001. – 128 с.
41. Роуз П.С. Банковский менеджмент / Пер. с англ. М.: Дело, 1997. – 768 с.
42. Рубцов Б.Б. Мировые рынки ценных бумаг. М.: Экзамен, 2002. – 448 с.
43. Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки: Учебное пособие для вузов. М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – 926 с.
44. Стрыгин А.В. Мировая экономика: Учебное пособие для вузов. 2-е изд. перераб. и доп. М.: Экзамен, 2004. – 512 с.
45. Федякина Л.Н. Международные финансы. СПб.: Питер, 2005. – 560 с.
46. Экономика / Под ред. А.С. Булатова. 5-е изд., стер. М.: Магистр, Инфра-М, 2010. – 896 с.
47. Экономика России. Состояние, тенденции, перспективы / Под ред. А.А.Пороховского, С.Роболиса, К.А.Хубиева, В. Такудиса / Г.Г. Чибриков и др. Глава 6 «Финансовый сектор» Параграфы 1,2,4. М.: МАКС Пресс, 2009. – 268 с.
48. Ярыгина И.З. Международные финансы. Монография в 4 ч. М.: Прометей. МПГУ, 2011.
49. Ярыгина И.З. Проблемы и перспективы международных валютно-кредитных и финансовых отношений. Монография / Под ред. И. З. Ярыгиной Т. В. Струченковой. Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение высшего профессионального образования "Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации" (Финансовый университет), Кафедра международных валютно-кредитных и финансовых отношений. М.: Финансовый университет, 2012. – 250 с.
50. Ярыгина И.З. Л. А. Тимошук. Современные производные финансовые инструменты. Монография. М.: Финакадемия, 2010. – 75 с.
51. Anson M.J.P., Chen R.-R., Choudhry M., Fabozzi F.J. Credit Derivatives: Instruments, Applications, and Pricing. John Wiley & Sons, Inc., 2004. – 341 p.
52. Banks E. Synthetic and structured assets. John Wiley & Sons, 2006. – 280 p.
53. Bomfim A.N. Understanding Credit Derivatives and Related Instruments. Elsevier Inc., 2005. – 339 p.
54. Choudhry M. Structured Credit Products: Credit derivatives and Synthetic Securitisation. John Wiley & Sons, 2010. – 300 p.
55. Das S. Credit derivatives and credit linked notes (Second Edition). John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd, 2000. – 940 p.
56. Meissner G. Credit Derivatives: Application, Pricing, and Risk Management. Blackwell Publishing, 2005. – 232 p.
57. Phillips R.M., Shipman M. An analysis of the securities acts amendments of 1964 // Duke Law Journal. Securities Acts Amendments. 1964. – Vol. 1964: 706. – 845 p.

58. Robbe J.J.D.V., Ali P.A.U., Coyne T. Securitization law and practice: in the face of the credit crunch. Kluwer Law International, 2008. – 480 p.
59. Shearlock P., Ellington W. The Eurobond Diaries. Euroclear, 1994. – 146 p.
60. Tavakoli J.M. Credit Derivatives and Synthetic Structures: a Guide to Instruments and Applications. 2nd Edition. John Wiley & Sons, Inc., 2001. – 304 p.
61. Wilson R.S. Fabozzi F.J. Corporate bonds: Structures & Analysis. CFA, Frank J. Fabozzi Associates. Wiley Publishing, Inc, 1995. – 384 p.
62. Афонин Д. Рисковые бумаги российских эмитентов // Финанс. – 2003. – №24. – С. 20 – 22.
63. Васильев Г. Привлечение капитала с помощью CLN (Credit linked notes) // Рынок ценных бумаг. – 2010. – №5. – С. 22 – 24.
64. Васильев М. Еврооблигации: критерии выбора схемы эмиссии // Рынок ценных бумаг. – 2001. – №6. – С. 131 – 136.
65. Васильев К. Мировой кризис и российский долговой рынок // Консультант. – 2008. – №17. – С. 57 – 63.
66. Вихорева О., Мазурова Е. Инвестиционные процессы в условиях глобализации // Вестник Московского университета. Серия 6. Экономика. — 2002. — № 3.
67. Воробьев Е. Рынок банковских облигаций до и во время кризиса // Рынок ценных бумаг. – 2008. – №16. – С. 52 – 58.
68. Гаврилова Л. Как использовать кредитные деривативы // Рынок ценных бумаг. – 2000. – №7. – С. 37 – 42.
69. Гаевский Д. Быстрое привлечение необеспеченного финансирования на международных рынках возможно // Биржевое обозрение. – 2004. – №7. – С. 39 – 40.
70. Гороховская О., Клыпина О. Сравнительный анализ источников долгового финансирования // Рынок ценных бумаг. – 2004. – № 23. – С. 86 – 88.
71. Залесова М.Г. Процесс секьюритизации как механизм совершенствования системы долгосрочного кредитования // Банковское дело. – 2004. – № 12. – С. 51 – 52.
72. Кавкин А. Новые способы страхования кредитного риска с помощью производных финансовых инструментов // Финансовый бизнес. – 2000. – № 8. – С. 37 – 44.
73. Кинякин А. Российский рынок еврооблигаций в 2007г.: итоги и перспективы // Рынок ценных бумаг. Компания Эмитент. – 2008. – №6. – С.33 – 40.
74. Ковалев А. Кредитные ноты – мажорное звучание риск-менеджмента // Финансовый директор. – 2007. – №1. – С. 47 – 55.
75. Кононов А. Деривативами – по рискам // Финанс. – 2005. – №2. – С. 13 – 15.
76. Корженевская В. Методики секьюритизации // Банкаўскі веснік: інформаційно-аналітичний і науково-практичний журнал Національного банку Республіки Беларусь. – 2010. – №28. – С. 20 – 25.
77. Ляменков А.К. Асимметричное устройство современных мировых финансовых рынков // Предпринимательство и социальная ответственность: отечественный и зарубежный опыт. Сборник научных трудов ученых и преподавателей – участников Международной межвузовской научно-практической конференции в апреле 2012 г. Вып. 11. М.: Московский институт предпринимательства и права, 2012. – С. 345 – 352.
78. Ляменков А.К., Ляменкова Е.А. Современные тенденции мировых финансовых рынков // Предпринимательство и право: ориентиры и прогнозы развития в России и за рубежом: сборник научных трудов ученых, преподавателей, аспирантов, студентов, научных руководителей Международной межвузовской научно-практической конференции. Т. 2 из Вып. 12. М.: Московский институт предпринимательства и права, 2013. – С. 58 – 67.
79. Мазурова Е.К. Оценка сущности глобализации и ее последствий // Мир перемен. – 2006. – № 3.
80. Малая Е.С. Еврорынок ссудного капитала: понятие, история развития, финансовые инструменты // Мировая экономика в условиях кризиса. Сборник научных работ молодых ученых кафедры мировой экономики МГУ имени М.В. Ломоносова / Под. ред. д.э.н.,

- профессора Касаткиной Е.А., к.э.н., доцента Градобоева В.В. М.: МАКС Пресс, 2010. – С. 67 – 83.
- 81.** Малая Е.С. Роль связанных кредитных нот в современной мировой экономике // Международная экономика. ИД «Панорама». Издательство «Политэкономиздат», 2012. – №2. – С. 31 – 35.
- 82.** Малая Е.С. Российская специфика использования связанных кредитных нот на международных финансовых рынках // Международная экономика. ИД «Панорама». Издательство «Политэкономиздат», 2014. – №6. – С. 66 – 71.
- 83.** Малая Е.С. Секьюритизация как финансовая инновация в современной мировой экономике // Вестник Московского Университета. Серия 6. Экономика. Издательство Московского университета, 2012. – №1. – С. 13 – 19.
- 84.** Малая Е.С. Секьюритизация кредита как способ привлечения финансовых ресурсов с евторынка ссудного капитала: роль связанных кредитных нот // Тенденции развития мировой экономики в начале XXI века. Сборник статей / Отв. ред. д.э.н., проф. Лучко М.Л. М.: МАКС Пресс, 2010. – С. 74 – 95.
- 85.** Малая Е.С. Типология связанных кредитных нот в мировой экономике // Международная экономика. ИД «Панорама». Издательство «Политэкономиздат», 2012. – №6. – С. 32 – 36.
- 86.** Мырсыкова Н. Основные тенденции рынка российских корпоративных еврооблигаций // Рынок ценных бумаг. – 2007. – № 7. – С. 20 – 22.
- 87.** Некторов А. Философия секьюритизации активов // Рынок ценных бумаг. – 2007. – № 9. – С. 50 – 56.
- 88.** Неприенков С.Г. Инновационные инструменты инвестирования в условиях экономического кризиса // Сборник трудов конференции молодых ученых, Выпуск 5. ГУМАНИТАРНЫЕ НАУКИ / Гл. ред. д.т.н., проф. Ткалич В.Л. СПб: СПбГУ ИТМО, 2009. – С. 310 – 315.
- 89.** Обозинцев А. Дорогу осилит идущий // Рынок ценных бумаг. – 2007. – №7. – С. 24 – 27.
- 90.** Орловский С. Музыка финансового рынка: кредитные ноты // The Chief (Шеф). – 2006. – №6. – С. 18 – 21.
- 91.** Рачкевич А.Ю., Алексеева И.А. Секьюритизация: характерные признаки и определение // Деньги и кредит. – 2008. – №8. – С. 22 – 31.
- 92.** Ротко С.В. Кредитная нота и кредитный сертификат как производные ценные бумаги будущего // Хозяйство и право. – 2009. – №6. – С. 39 – 43.
- 93.** Ротко С.В. Кредитная нота - производная ценная бумага будущего? // Научные труды РАЮН. Вып. 9. Том 2. М.: Юрист, 2009. – С. 709 – 713.
- 94.** Рыбаков Н. Нотный стан кредитной истории // Консультант. – 2008. – №13. – С. 20 – 23.
- 95.** Саркисянц А. Международный рынок капитала: современные тенденции и перспективы // Рынок ценных бумаг. – 2006 – №15. – С. 12 – 18.
- 96.** Туктаров Ю. Секьюритизация: между догмой и реальностью // Корпоративный юрист. – 2006. – №7. – С. 7 – 10.
- 97.** Туктаров Ю. Синтетическая секьюритизация // Рынок ценных бумаг. – 2007. – № 11. – С. 36 – 39.
- 98.** Тимошенко А. Кредитные ноты регионального банка разошлись в Лондоне на ура: спрос кредиторов превысил предложение в 6 раз // Банковское обозрение. – 2007. – №6. – С. 46 – 49.
- 99.** Хюфнер М. Рынок секьюритизации в Европе: новое распределение ролей / Пер. с нем. Г. Засеевой. // Корпоративный юрист. – 2006. – №7. – С. 16 – 19.
- 100.** Чибриков Г.Г. Содержание и арифметика финансового кризиса // Банковское дело. – 2008. – № 12. – С. 23 – 27.

101. Шахурин В.В. Привлечение и обслуживание долгового финансирования компании: больше вопросов, чем ответов // Управление корпоративными финансами. – 2006. – №5. – С. 296 – 305.
102. Ali P.U. Credit Derivatives and Synthetic Securitizations: Innovation and Fragility // Banking & Finance Law Review. – (20) 2005. – pp. 293 – 318.
103. Ali P.U. New applications for credit derivatives // Company and Securities Law Journal. – (19) 2001. – pp. 316 – 322.
104. Ali P.U. The conundrum of self-referenced credit-linked notes // Journal of International Banking Law and Regulation. – (19) 2004. – pp. 326 – 330.
105. Bell I., Dawson P. Synthetic Securitization: Use of Derivative Technology for Credit Transfers // Duke Journal of Comparative & International Law. – 2002. – Vol. 12:541. – pp. 541 – 561.
106. Choi S.J., Guzman A.T. The Dangerous Extraterritoriality of American securities Law // Northwestern Journal of International Law & Business. – 1996. – Vol. 17: Iss. 1. – pp. 207 – 241.
107. Cohen M.F. International securities Market: Their Regulation // St. John's Law Review. – 1971. – Vol. 46: Iss. 2, Article 3. – pp. 264 – 279.
108. Cummins J.D. Convergence in wholesale financial services: reinsurance and investment banking // The International Association for the Study of Insurance Economics. The Geneva Papers on Risk and Insurance. – 2005. – № 30. – pp. 187 – 222.
109. Fabozzi F.J., Davis H.A., Choudhry M. Credit linked notes. A product Primer // The journal of structured finance. – 2007. – Vol. 12, No. 4. – pp. 67–77.
110. Melnik A., Nissim D. Issue Costs in the Eurobond Market: The Effects of Market Integration // Journal of Banking & Finance. – (30) 2006. – pp. 157 – 177.
111. Poloni P., Reynaud J. How to measure credit risk transfer in the EU // IFC Bulletin. European Central Bank. Directorate Statistics. Statistics Development and Coordination Division – Basel. – 2008. – № 31. – pp. 123 – 140.
112. Schwarcz S.L. The Alchemy of Asset Securitization // Stanford Journal of Law, Business & Finance. – 1994. – Vol. 1:133. – pp. 133-154.
113. Schwarcz S.L. The Universal Language of International Securitization // Duke Journal of Comparative & International Law. – 2002. – Vol. 12:285. – pp. 285 – 308.
114. Sclar L.J. The Securities Acts Amendments of 1964: Selected Provisions and Legislative Deficiencies // California Law Review. – 1965. – Vol. 53: Iss. 5, Article 9. – pp. 1494 – 1519.
115. Shea A.F. Federal Securities Regulation // Boston College Law Review. – 1965. – Vol. 6: Iss. 2, Article 7. – pp. 234 – 241.
116. Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: проблемы и тенденции развития. Дис. д-ра экон. наук: 08.00.10, 08.00.14: Москва, 2000. - 440 с. РГБ ОД, 71:01 – 8/276 – 7.
117. Секьюритизация в России. Пути развития рынка и снижения стоимости заимствований // Доклад рабочей группы Международной финансовой корпорации. – Департамент Глобальных финансовых рынков, 2005. – 84 с.
118. CLN как способ международных заимствований: описание инструмента // VI Уральский инвестиционный форум. «Инвестиционный климат УРАЛ: опыт, возможности, перспективы.» МДМ-Банк, 2006. – 9 с.
119. An overview of the Lehman Brothers minibonds saga // Financial Services Market Developments. Freshfields Bruckhaus Deringer, 2008. – 5 p.
120. Asset Securitization. Supporting Document to the New Basel Capital Accord // Basel Committee on Banking Supervision. Consultative Document. Bank for international Settlements. – January, 2001. – 28 p.
121. Barrett R., Ewan J. BBA Credit Derivatives Report 2006 // British Bankers' Association, 2006. – 8 p.
122. BIS Quarterly Review. Statistical Annex // Bank for International Settlements. – March, 2009. – 116 p.

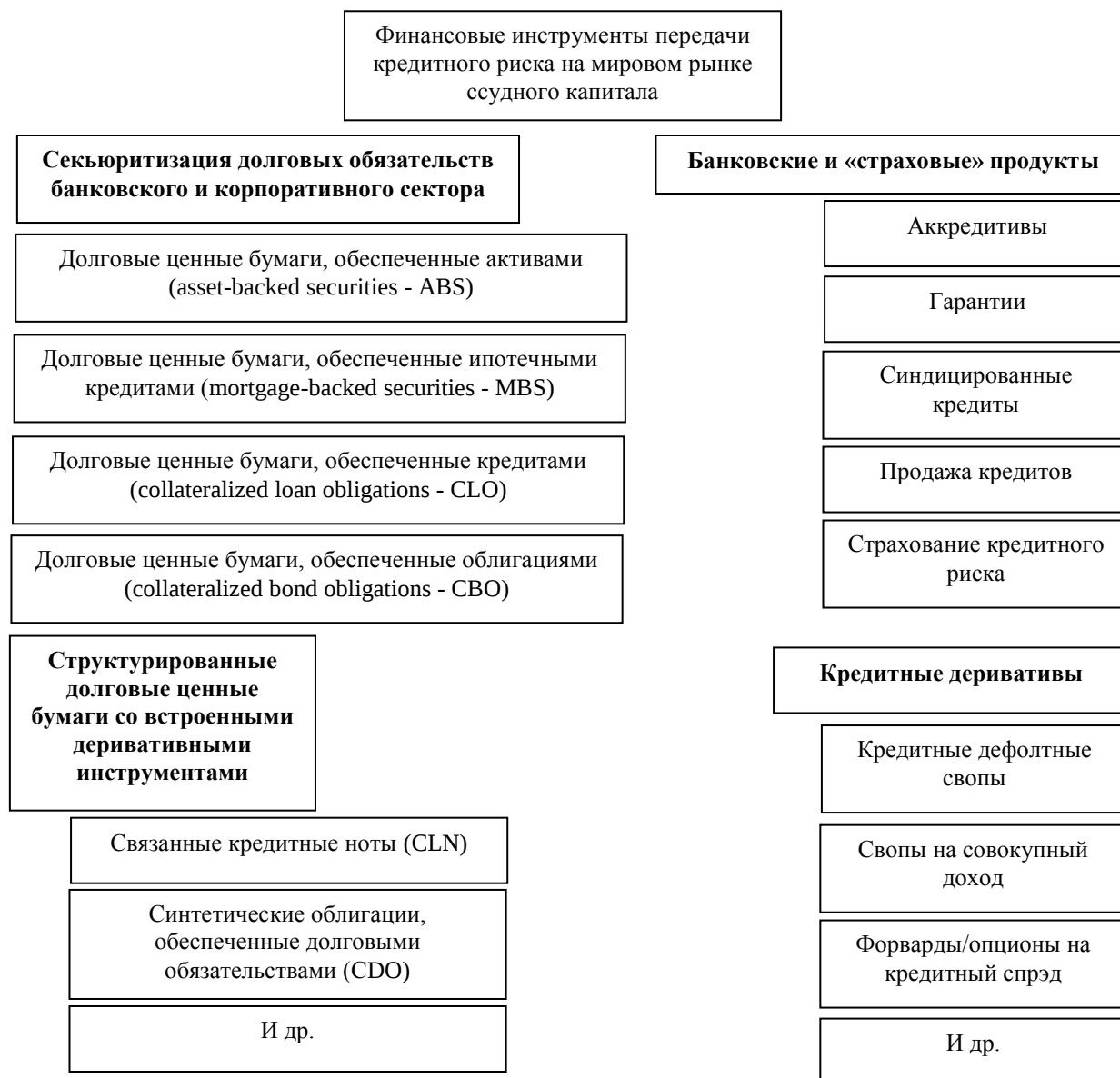
123. BIS Quarterly Review. Statistical Annex // Bank for International Settlements. – September, 2009. – 117 p.
124. BIS Quarterly Review. Statistical Annex // Bank for International Settlements. – September, 2011. – 154 p.
125. BIS Quarterly Review. Statistical Annex // Bank for International Settlements. – March, 2012. – 150 p.
126. BIS Quarterly Review. Statistical Annex // Bank for International Settlements. – September, 2012. – 148 p.
127. BIS Quarterly Review. Statistical Annex // Bank for International Settlements. – September, 2013. – 167 p.
128. Coping with High Debt and Sluggish Growth // IMF World Economic Outlook. International Monetary Fund. – October, 2012. – 228 p.
129. Cross-sector risk transfers // The Financial Services Authority. – May, 2002. – 65 p.
130. Discussion with the Staff of the United States Securities and Exchange Commission. Appendix B - Introduction to Credit Default Swaps and Credit Linked Notes // The Bond Market Association. – 2004. – pp. 24 – 34.
131. Enhancements to the BIS debt securities statistics // BIS Quarterly Review. Bank for International Settlements. – December, 2012. – pp. 63 – 76.
132. Euroclear plc Annual Report // Euroclear, 2010. – 125 p.
133. Euroclear plc Annual Report // Euroclear, 2013. – 71 p.
134. Global Structured Notes League Tables. Credit Linked Notes Issuance // Bloomberg Finance L.P. – Q1 2012. – 22 p.
135. Global Structured Notes League Tables. Credit Linked Notes Issuance // Bloomberg Finance L.P. – 1st 3Qrts 2012. – 23 p.
136. Hall-Barber S. Introduction to credit linked notes // National Association of Insurance Commissioners. Securities Valuation Office Research. – 2001. – Vol. 1, Issue 4. – 8 p.
137. IMF Global Financial Stability Report. Statistical Appendix // International Monetary Fund. – September, 2003. – pp. 125 – 176.
138. IMF Global Financial Stability Report. Statistical Appendix // International Monetary Fund. – September, 2006. – pp. 77 – 135.
139. IMF Global Financial Stability Report. Statistical Appendix // International Monetary Fund. – October, 2008. – pp. 163 – 223.
140. IMF Global Financial Stability Report. Statistical Appendix // International Monetary Fund. – October, 2009. – pp. 165 – 230.
141. IMF Global Financial Stability Report. Statistical Appendix // International Monetary Fund. – October, 2010. – 67 p.
142. IMF Global Financial Stability Report. Statistical Appendix // International Monetary Fund. – October, 2013. – 186 p.
143. International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards // Basel Committee in Banking Supervision. A Revised Framework. – June, 2004. – 239 p.
144. Issues raised by the Lehmans Minibonds Crisis. Report to the Financial Secretary // Securities and Futures Commission (SFC). – December, 2008. – 76 p.
145. Marsh A. Banks Sell More CLNs Tied to Companies // Structured Notes. Bloomberg BRIEF, March 03, 2013. – 1 p.
146. Pickel R.G. A credit-linked note puts an investor in substantially the same position as a bond without the need for an outright legal sale // Comments on the final rules set out in releases nos. 33-8518 and 34-50905 (the Final Rules) by the Securities and Exchange Commission. International Swaps and Derivatives Association, Inc. – 2005. – pp. 6 – 9.
147. Ranciere R.G. Credit Derivatives in Emerging Markets // IMF Policy Discussion Paper. International Capital Markets. – September, 2001. – 24 p.
148. Rathgeber A., Wang Y. Market Pricing of Credit Linked Notes: The Case of Retail Structured Products in Germany // Annual Meeting Paper. EFMA, 2010. – 29 p.

149. Scott-Quinn B., Walmsley J.K. CFA. The impact of credit derivatives on securities markets // International Securities Market Association (ISMA). Druckerei Feldegg, Zurich, Switzerland, 1998. – 70 p.
150. Structured Notes // Bloomberg Brief. 2012 Review & 2013 Outlook. – January, 2013. – 11 p.
151. Structured Notes // Bloomberg Brief. 2013 Year End. – September, 2014. – 11 p.
152. Structured Notes // Bloomberg Finance L.P. – March, 2013.
153. Synthetic CDOs: Rating Credit-Linked Notes // Structured Finance Research. Rating Agency Malaysia Berhad, 2006. – 7 p.
154. Synthetic Debt Repurchase Transactions & Other Transactions Utilizing Self-Referencing Exposure // Linklaters LLP, 2009. – 13 p.
155. Transitions and Tensions // IMF World Economic Outlook. International Monetary Fund. – October, 2013. – 188 p.
156. Российская Бизнес-газета. № 434. 2003. 11 ноября.
157. Финансовые Известия. 2004. 6 октября.
158. The New Global Minimum Capital Standards Under Basel III // Morrison & Foerster News Bulletin. – September, 2010. – 6 p.
159. Альбетков А. Способы привлечения в компанию заемного финансирования // Финансовый Директор. – 2007. - №1. Интернет-сайт журнала «Финансовый директор». URL: <http://fd.ru/articles/23638>.
160. Кашин С. Нотная азбука // Секрет фирмы. – 2004. – № 41. Интернет-сайт журнала «Коммерсантъ Секрет Фирмы». URL: <http://www.kommersant.ru/doc/860065>.
161. Медведев А. Секьюритизация: скоро и по-русски // Финанс. – 2005 – № 32. Интернет-сайт делового журнала «Финанс». URL: <http://www.finansmag.ru/19598>.
162. Ревин П. Не занято // Эксперт. Сибирь. – 2005. – №38. Интернет-сайт общенационального еженедельного делового журнала «Эксперт». URL: http://expert.ru/siberia/2005/38/38si-18-01_66874/.
163. Рогов А. Знакомьтесь: связанная кредитная нота // Чужие деньги. – 2005. – №33. Интернет-сайт журнала «Чужие деньги». URL: <http://www.fxmoney.ru/article/?id=363&print>.
164. Школин А. Увертюра кредитных нот // Финансовый директор. – 2007. – № 1. Интернет-сайт журнала «Финансовый директор». URL: <http://fd.ru/articles/38840>.
165. Choudhry M. A primer on credit linked notes // Futures & Options World. – 2004. – April. Интернет-сайт журнала «FOW: The Global Derivatives Magazine». URL: <http://www.fow.com/Article/1385043/A-primer-on-credit-linked-notes.html>.
166. База статистических данных Cbonds.ru // Интернет-сайт финансового информационного агентства «Сбондс.ру». URL: <http://www.cbonds.info>.
167. Букирь М.Я. Кредитные ноты для начинающих // Инвестиционный банкинг. – 2006. – №2. Интернет-сайт Бизнес-портала «Сейчас.ру». URL: <http://www.lawmix.ru/bux/86925/>.
168. Выпуск: Новатэк-03-2016-евро (в обращении) // Анкета выпуска. – 2011. Интернет-сайт проекта Информационного Агентства Финмаркет – RusBonds. URL: http://www.rusbonds.ru/ank_obl.asp?tool=62324.
169. Земцов А. Источники финансирования российских банков // Интернет-сайт рейтингового агентства «Эксперт РА». URL: http://www.raexpert.ru/researches/credit_org/bank2/.
170. Лапеченкова И., Жуков А. «ЛенСпецСму» первым из девелоперов после кризиса разместило CLN // Новости партнеров. – 2010. Интернет-сайт ежедневной деловой газеты РБК daily. URL: <http://www.rbcdaily.ru/market/562949979152286>.
171. МДМ Банк успешно завершил размещение CLN ОАО "Сибирьтелеком" // Банковские новости. – 2008. Интернет-сайт информационного агентства Bankir.ru. URL: <http://bankir.ru/novosti/s/mdm-bank-yspeshno-zavershil-razmeschenie-cln-oao-sibirtelekom-1169852/>.

172. Промсвязьбанк принял участие в размещении дебютного выпуска CLN группы компаний «Инком-Авто» // Новости банка. – Декабрь, 2007. Интернет-сайт ОАО «Промсвязьбанк». URL: <http://www.psbank.ru/Bank/Press/News/2007/12/04-3>.
173. Рынок кредитных нот (CLN) // 2008. Интернет-сайт информационно-аналитического портала Forex-day.ru. URL: <http://forex-day.ru/pages-view-101.html>.
174. Семенов М. Международное долгосрочное финансирование // Интернет-сайт проекта по предоставлению справочной, методической и аналитической информации «Корпоративный менеджмент». URL: http://www.cfin.ru/investor/inter_lt_finance.shtml.
175. Словарь экономических и финансовых терминов // Интернет-сайт Ассоциации российских банков. URL: <http://old.arb.ru/site/services/dictionary/index.php?searchaction=2&mode=2>.
176. Ставка рефинансирования Центрального банка Российской Федерации // Интернет-сайт Центрального Банка Российской Федерации. URL: http://www.cbr.ru/pw.aspx?file=/statistics/credit_statistics/refinancing_rates.htm.
177. Темпы роста объема промышленного производства Мира в целом // Интернет-сайт аналитического портала «Мировая экономика и Мировые рынки». URL: <http://www.ereport.ru/stat.php?razdel=country&count=world&table=ipecia>.
178. About Euribor // European Bank Federation. Интернет-сайт Европейской банковской федерации. URL: <http://www.euribor-ebf.eu/euribor-org/about-euribor.html>.
179. About USD Euribor // European Bank Federation. Интернет-сайт Европейской банковской федерации. URL: <http://www.euribor-ebf.eu/usd-euribor.org/about-usd-euribor.html>.
180. Chew V. Lehman Brothers Minibond saga: the products // Интернет-сайт электронной энциклопедии истории, культуры, народа и событий Сингапура «Singapore Infopedia. An electronic encyclopedia on Singapore's history, culture, people and events». National Library Board Singapore, 2010. URL: http://infopedia.nl.sg/articles/SIP_1655_2010-03-19.html.
181. Credit-Linked Notes and Effects on Global Markets // Интернет-сайт портала углубленного финансового рыночного анализа «Mysmp. In-Depth Financial Market Analysis». URL: <http://www.mysmp.com/bonds/credit-linked-note.html>.
182. Credit Spread Forward // Интернет-сайт финансовой энциклопедии «The financial encyclopedia «Investment and Finance»». URL: <http://www.investment-and-finance.net/derivatives/c/credit-spread-forward.html>.
183. Eurobond Market // Encyclopedia of Business, 2nd ed. Интернет-сайт американского информационного портала о бизнесе и предпринимательстве «Reference for Business». URL: <http://www.referenceforbusiness.com/encyclopedia/Ent-Fac/Eurobond-Market.html>.
184. Fabozzi F.J. Minimizing Credit Risk // Financing Best Practice. Интернет-сайт информационного финансового портала "QFinance. The Ultimate Financial Resource. URL: <http://www.qfinance.com/financing-best-practice/minimizing-credit-risk?full>.
185. Goodman R. The Classification and Regulation of Credit Derivatives // McMillan Binch LLP. – 30 р. Интернет-сайт юридической фирмы «McMillan». URL: http://www.mcmillan.ca/Files/Classification_Regulations_Credit_Derivatives_RGoodman.pdf.
186. Major Net Exporters and Importers of Capital // IMF Global Financial Stability Report. Statistical Appendix. 2003-2013. Интернет-сайт Международного валютного фонда «International Monetary Fund». URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/index.htm>.

Приложение 1. История возникновения и использования связанных кредитных нот на международных финансовых рынках.

Рисунок 1.



Источник: составлено автором по материалам Poloni P., Reynaud J. How to measure credit risk transfer in the EU // IFC Bulletin. No 31. European Central Bank, Directorate Statistics, Statistics Development and Coordination Division. 2008. P. 133. Систем. требования: Foxit Reader. URL: <http://www.bis.org/ifc/publ/ifcb31k.pdf> (дата обращения: 02.05.2013 г.); Робе Ж.Ж.д.В., Али П. Секьюритизация и право / пер. с англ. - Иванов О.М., Казаков А.А., Шахунян М.Г. М.: Волтерс Клувер, 2008. С. 22.

Приложение 2. Содержание, масштабы и структура международного финансирования.

Таблица 1.

Нормы валового сбережения и накопления в мире за 2006-2012 гг., (% к ВВП).

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013*	2014*	2015-18*
Мир в целом									
Сбережения	25,0	24,7	22,7	24,0	24,6	24,8	25,1	25,5	26,3
Инвестиции	24,6	24,5	22,5	23,6	24,1	24,5	24,7	25,1	26,0
Развитые страны									
Сбережения	21,7	20,6	18,3	19,2	19,6	19,5	19,7	20,1	21,2
Инвестиции	22,6	22,0	18,7	19,5	19,8	19,8	19,7	20,1	21,1
США									
Сбережения	17,3	15,5	14,4	15,1	15,8	16,3	16,7	17,4	19,3
Инвестиции	22,3	20,8	17,5	18,4	18,4	19,0	19,4	20,2	22,2
Страны Зоны Евро									
Сбережения	23,0	21,5	19,1	19,8	20,3	20,3	20,4	20,8	21,7
Инвестиции	22,7	22,2	18,8	19,2	19,6	18,4	17,9	18,1	18,8
Япония									
Сбережения	27,8	26,3	22,6	23,5	22,0	21,6	21,9	22,2	22,5
Инвестиции	22,9	23,0	19,7	19,8	20,0	20,6	20,7	20,4	20,8
Новые индустриальные страны Азии									
Сбережения	33,4	32,6	31,2	33,7	32,6	31,5*	31,5	30,7 (2014-17)	-
Инвестиции	26,2	27,6	23,5	26,4	25,9	25,8*	26,0	25,9 (2014-17)	-
Страны с формирующимся рынком									
Сбережения	33,1	33,8	32,2	33,0	33,2	33,5	33,5	33,8	33,7
Инвестиции	29,5	30,3	30,8	31,6	31,7	32,3	32,8	33,1	33,3
Страны Центральной и Восточной Европы									
Сбережения	16,3	16,8	15,9	15,9	16,6	16,5	16,2	16,3	16,5
Инвестиции	24,7	25,0	18,9	20,6	22,9	20,9	20,5	20,7	21,6
СНГ									
Сбережения	30,3	30,0	22,0	26,1	28,8	27,5	27,1	26,7	25,6
Инвестиции	26,7	25,2	19,2	22,5	24,4	24,6	25,0	25,1	25,5
Страны Азии с формирующимся рынком									
Сбережения	44,0	44,6	45,3	44,8	43,2	44,2	44,5	44,8	45,1
Инвестиции	37,4	38,6	41,8	42,2	42,2	43,3	43,5	43,5	43,2
Страны Латинской Америки и Карибского Бассейна									
Сбережения	22,7	22,7	19,9	20,3	20,6	19,6	19,5	19,8	19,9
Инвестиции	22,5	23,7	20,6	21,7	22,2	21,6	22,1	22,2	22,4
Страны Ближнего Востока и Северной Африки, Афганистан и Пакистан									
Сбережения	39,6	41,8	32,4	36,0	38,6	36,7	35,5	35,1	31,5
Инвестиции	28,0	29,1	31,0	29,8	25,6	25,1	26,5	26,9	27,0

Страны Африки к югу от Сахары									
Сбережения	23,8	22,3	20,2	20,8	19,9	19,7	19,4	19,4	18,8
Инвестиции	22,3	22,4	23,2	22,2	21,5	22,6	23,2	23,3	23,5
* - прогнозные значения									

Источник: составлено автором по данным IMF World Economic Outlook. – October, 2012. – P. 213 – 215. Системные требования: Foxit Reader. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/02/pdf/tables.pdf> (дата обращения: 20.01.2013 г.); IMF World Economic Outlook. – October, 2013. – P. 176 – 178. Систем. требования: Foxit Reader. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/02/pdf/text.pdf> (дата обращения: 20.11.2013 г.).

Таблица 2.

**Динамика международного движения капитала за 2002-2012 гг.,
(% от общемировой величины чистого экспорта).**

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Бельгия	2,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Саудовская Аравия	2,2	4,6	5,9	7,9	6,6	5,5	7,4		4,4	9,8	10,3
Канада	2,8	2,6	2,5	2,3	-	-	-	-	-	-	-
Гонконг	3,2	2,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Сингапур	3,5	4,3	3,2	2,9	2,5	2,2	-	2,6	3,3	3,5	3,2
Норвегия	4,7	4,4	3,9	4,3	3,8	3,4	4,8	4,0	3,4	4,3	4,4
Тайвань	4,8	4,5	2,1	-	-	1,9	-	3,5	2,6	2,6	3,1
Франция	4,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Россия	5,7	5,5	6,9	7,2	6,6	4,4	5,6	4,0	4,7	6,1	4,7
Швейцария	6,1	5,0	4,9	4,4	4,6	4,1		3,4	5,5	4,3	4,4
Китай	6,6	7,1	7,9	13,9	17,3	21,3	23,4	24,2	20,1	12,4	12,1
Германия	9,2	8,2	11,9	10,0	10,1	14,5	12,9	13,3	12,3	12,6	14,9
Япония	20,9	21,0	19,7	14,4	11,8	12,1	8,6	11,5	12,9	7,3	3,8
Другие страны	23,6	25,2	22,2	22,3	23,4	20,3	18,7	19,2	20,7	21,5	21,0
Малайзия	-	2,1	-	-	-	-	2,2	2,6	-	-	-
Швеция	-	3,0	3,3	-	1,9	2,2	2,1	2,4	1,9	-	-
Нидерланды	-	-	2,3	3,5	4,0	3,0	3,6	3,5	3,7	4,4	4,9
Корея	3,2	-	-	-	-	-	-	3,5	-	-	-
Алжир	-	-	-	1,9	2,0	-	-	-	-	-	-
Венесуэла	-	-	-	2,2	-	-	2,2	-	-	-	-
Кувейт	-	-	-	2,8	2,9	2,8	3,9	2,3	2,4	4,4	5,0
ОАЭ	-	-	-	-	2,5	2,2	2,3	-	-	-	4,2
Нигерия	-	-	-	-	-	-	2,3	-	-	-	-
Катар	-	-	-	-	-	-	-	-	2,1	3,2	3,9
Иран	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3,7	-

Источник: составлено автором по данным Major Net Exporters and Importers of Capital // IMF Global Financial Stability Report. Statistical Appendix, 2003 – 2013. Систем. требования: Foxit Reader. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/index.htm> (дата обращения: 20.11.2013 г.).

Приложение 3. Банковские синдицированные еврокредиты.

Таблица 1.

Динамика привлеченных международных синдицированных кредитов в странах с формирующимся рынком за 2002-2009 гг., (млрд долл. (США)).

Регионы	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009*
Все страны	82,527	97,597	148,36	189,699	252,1403	327,7986	293,541	195,1
в % к мировому объему	6,35%	7,86%	11,02%	11,00%	12,22%	11,83%	19,96%	19,08%
Африка	4,2372	6,1375	7,7228	8,0763	7,076	8,3612	6,446	53,9*
в % к мировому объему	0,33%	0,49%	0,57%	0,47%	0,34%	0,30%	0,44%	5,27%
Азия	46,416	50,552	71,036	82,007	100,4119	150,0026	128,603	67,8*
в % к мировому объему	3,57%	4,07%	5,27%	4,75%	4,86%	5,42%	8,74%	6,63%
Европа	13,114	19,831	31,628	40,7739	58,7421	63,3781	72,98	38,4
в % к мировому объему	1,01%	1,60%	2,35%	2,36%	2,85%	2,29%	4,96%	3,76%
Бл. Восток и Ц. Азия	7,9217	8,1135	17,343	39,63	59,1152	59,5132	54,625	-
в % к мировому объему	0,61%	0,65%	1,29%	2,30%	2,86%	2,15%	3,71%	-
Латинская Америка	10,838	12,963	20,627	19,2117	26,7952	46,5434	30,884	35,0*
в % к мировому объему	0,83%	1,04%	1,53%	1,11%	1,30%	1,68%	2,10%	3,42%
Мировой объем	1299,7	1241,4	1346,8	1725,1	2064,0	2770,0	1471,0	1022,6

Источник: составлено и рассчитано автором по данным IMF Global Financial Stability Report. Statistical Appendix. – September, 2003; October, 2008, 2009. – P. 142; 205 – 206, 207 – 208. Систем. требования: Foxit Reader. URL: <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2003/02/pdf/statappx.pdf>;

<http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2008/02/pdf/statappx.pdf>,

<http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2009/02/pdf/statappx.pdf> (дата обращения: 01.03.2010 г.); *Bank for International Settlements Quarterly Review. Statistical Annex. – September, 2012. – P. A110. Систем. требования: Foxit Reader. URL: http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa1209.pdf (дата обращения: 20.09.2012 г.), с использованием следующей классификации Банка международных расчетов стран с формирующимся рынком: страны Африки и Ближнего Востока, Азиатско-тихоокеанского региона, Латинской Америки и Карибского бассейна.

Приложение 4. Международные долговые ценные бумаги.

Таблица 1.

**Чистый выпуск и структура международного рынка долговых ценных бумаг по заемщикам,
(млрд долл. (США)).**

	Всего			Государство		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011
Все страны	2332,6	1514,6	1212,0	319,2	259,3	174,1
	100%	100%	100%	14%	17%	14%
Развитые страны	2085,0	1194,1	787,6	269,9	200,3	121,5
	89,39%	78,84%	64,98%	11,57%	13,22%	10,02%
Страны с формирующимся рынком	133,3	213,3	231,2	47,6	55,5	47,1
	5,71%	14,08%	19,08%	2,04%	3,66%	3,89%
Оффшорные центры	12,4	14,0	6,7	1,7	3,4	5,5
	0,53%	0,92%	0,55%	0,07%	0,22%	0,45%
Международные организации	101,9	93,2	186,5	-	-	-
	4,37%	6,15%	15,39%	-	-	-
	Финансовые институты			Нефинансовые корпорации		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011
Все страны	1344,6	595,2	332,5	566,9	566,9	518,9
	58%	39%	27%	24%	37%	43%
Развитые страны	1296,4	488,6	212,6	518,7	505,1	453,5
	55,58%	32,26%	17,54%	22,24%	33,35%	37,42%
Страны с формирующимся рынком	43,5	100,5	117,4	42,2	57,3	66,7
	1,86%	6,64%	9,69%	1,81%	3,78%	5,50%
Оффшорные центры	4,7	6,1	2,5	6,0	4,5	-1,3
	0,20%	0,40%	0,21%	0,26%	0,30%	-0,11%
Международные организации	-	-	-	-	-	-

Источник: составлено и рассчитано автором по данным Bank for International Settlements Quarterly Review. Statistical Annex. – September, 2011 – 2012. – P. A114 – A117. Систем. требования: Foxit Reader. URL: http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa1109.pdf, http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa1209.pdf (дата обращения: 15.11.2012 г.).

Таблица 2.

**Чистый выпуск и структура международного рынка долговых ценных бумаг по заемщикам,
(млрд долл. (США)).**

	Всего		Государство		Банки	
	2011	2012	2011	2012	2011	2012
Все страны	474,1	700,5	67,2	38,9	-98,3	-172,7
	100%	100%	14,17%	5,55%	-	-
Развитые страны	63,4	-34,3	15,4	-50,1	-151,2	-321,1
	13,37%	-	3,25%	-	-	-
Страны с формирующимся рынком	218,3	385,6	46,3	81,2	46,4	139,0
	46,05%	55,05%	9,76%	11,59%	9,79%	19,84%
Оффшорные центры	5,4	61,7	5,5	7,7	6,5	9,4
	1,14%	8,81%	1,16%	1,10%	1,37%	1,34%
Международные организации	187,0	287,4	-	-	-	-
	39,44%	41,03%	-	-	-	-
			Небанковские		Нефинансовые корпорации	

	финансовые корпорации			
	2011	2012	2011	2012
Все страны	148,8	254,7	169,3	292,2
	31,39%	36,36%	35,71%	41,71%
Развитые страны	93,7	123,6	105,5	213,3
	19,76%	17,64%	22,25%	30,45%
Страны с формирующимся рынком	60,3	91,9	65,4	73,6
	12,72%	13,12%	13,79%	10,51%
Оффшорные центры	-5,1	39,3	-1,5	5,3
	-	5,61%	-	0,76%
Международные организации	-	-	-	-

Источник: составлено и рассчитано автором по данным Bank for International Settlements Quarterly Review. Statistical Annex. – September, 2013. – P. A118 – A122. Систем. требования: Foxit Reader. URL: http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa1309.pdf (дата обращения: 20.11.2013 г.).

Таблица 3.

**Чистый выпуск международных долговых ценных бумаг заемщиками из развитых стран,
(млрд долл. (США)).**

	2007	2008	2009	2010	2011
Все развитые страны	2767,5	2340,8	2085,0	1194,1	787,6
в % к мировому объему	92,77%	96,30%	89,39%	78,84%	64,98%
США	1031,8	572,4	706,6	530,7	193,1
в % к мировому объему	34,59%	23,55%	30,29%	35,04%	15,93%
Великобритания	326,9	641,6	148,4	92,1	14,5
в % к мировому объему	10,96%	26,39%	6,36%	6,08%	1,20%
Франция	153,1	175,8	278,1	99,3	154,5
в % к мировому объему	5,13%	7,23%	11,92%	6,56%	12,75%
Испания	281,1	165,9	193,9	61,7	108,9
в % к мировому объему	9,42%	6,82%	8,31%	4,07%	8,99%
Люксембург	-1,4	13,8	21,2	1,1	6,8
в % к мировому объему	-	0,57%	0,91%	0,07%	0,56%
Германия	135,7	58,7	-72,7	-45,8	104,8
в % к мировому объему	4,55%	2,41%	-	-	8,65%
Ирландия	130,9	117,6	104,5	-14,6	-68,0
в % к мировому объему	4,39%	4,84%	4,48%	-	-
Италия	119,5	134,9	120,6	33,7	28,0
в % к мировому объему	4,01%	5,55%	5,17%	2,23%	2,31%
Япония	26,7	9,0	-13,4	0,2	-8,8
в % к мировому объему	0,90%	0,37%	-	0,01%	-
Нидерланды	94,1	80,0	184,4	117,4	121,5
в % к мировому объему	3,15%	3,29%	7,91%	7,75%	10,02%
Швейцария	34,9	12,6	-0,1	19,8	7,0
в % к мировому объему	1,17%	0,52%	-	1,31%	0,58%
Мировой объем	2983,1	2430,8	2332,6	1514,6	1212,0

Источник: составлено и рассчитано автором по данным Bank for International Settlements Quarterly Review. Statistical Annex. – September, 2009, 2011, 2012. – P. A86, A114, A114. Систем. требования: Foxit Reader. URL: http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa1109.pdf, http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa1209.pdf (дата обращения: 15.10.2012 г.).

Таблица 4.

**Чистый выпуск международных долговых ценных бумаг заемщиками из развитых стран,
(млрд долл. (США)).**

	2011	2012
Все развитые страны	63,4	-34,3
в % к мировому объему	13,37%	-
США	-221	-124,6
в % к мировому объему	-	-
Великобритания	-18,5	-59,2
в % к мировому объему	-	-
Франция	80,9	18,9
в % к мировому объему	17,06%	2,70%
Испания	25,2	40,1
в % к мировому объему	5,32%	5,72%
Люксембург	6,4	4,1
в % к мировому объему	1,35%	0,59%
Германия	52,2	-3,2
в % к мировому объему	11,01%	-
Ирландия	-61,9	13,3
в % к мировому объему	-	1,90%
Италия	23,9	-69,6
в % к мировому объему	5,04%	-
Япония	-18,6	26,3
в % к мировому объему	-	3,75%
Нидерланды	106,6	44,4
в % к мировому объему	22,48%	6,34%
Швейцария	-4,7	14,1
в % к мировому объему	-	2,01%
Мировой объем	474,1	700,5

Источник: составлено и рассчитано автором по данным Bank for International Settlements Quarterly Review. Statistical Annex. – September, 2013. – P. – A118. Систем. требования: Foxit Reader. URL: http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa1309.pdf (дата обращения: 20.11.2013 г.).

Таблица 5.

Чистый выпуск международных долговых ценных бумаг заемщиками из стран с формирующимся рынком за 2002-2010 гг., (млрд долл. США)).

Регионы	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Все страны с формирующимся рынком	35,0	44,4	74,8	79,2	135,7	153,6	26,6	133,3	212,5
в % к мировому объему	3,46%	3,09%	4,64%	4,28%	4,88%	5,16%	1,09%	5,71%	14,05%
Африка и Ближний Восток	5,3	5,9	9,6	15,4	40,4	35,4	9,4	36,9	30,1
в % к мировому объему	0,52%	0,41%	0,59%	0,83%	1,45%	1,19%	0,39%	1,58%	1,99%
Азиатско-Тихоокеанский регион	19,9	20,2	33,7	33,9	45,3	42,5	8,2	33,6	65,9
в % к мировому объему	1,97%	1,40%	2,09%	1,83%	1,63%	1,43%	0,34%	1,44%	4,36%

Европа	7,9	14,0	25,6	38,1	43,5	50,9	23,9	18,7	53,6
в % к мировому объему	0,78%	0,97%	1,59%	2,06%	1,56%	1,71%	0,98%	0,80%	3,54%
Латинская Америка и Карибский бассейн	1,9	4,3	5,9	-8,1	6,5	24,8	-14,9	44,0	62,9
в % к мировому объему	0,19%	0,30%	0,37%	-	0,23%	0,83%	-	1,89%	4,16%
Мировой объем	1010,5	1439,0	1614,0	1849,0	2783,0	2976,4	2432,1	2332,6	1512,3

Источник: составлено и рассчитано автором по данным Bank for International Settlements Quarterly Review. Statistical Annex, 2003 – 2012. Систем. требования: Foxit Reader. URL: http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1312.htm (дата обращения: 20.12.2013 г.).

Приложение 5. Связанные кредитные ноты.

Таблица 1.

Основные андеррайтеры выпусков CLN в 2011-2012 гг.

I квартал 2012 г.	2012				2011		Изменение доли рынка (%)
Контрагент	Ранг	Доля рынка, %	Объём, млн долл. США	Кол-во сделок	Ранг	Доля рынка, %	
DZ Bank AG	1	21,4	2446	38	1	18,4	3,0
UBS	2	14,6	1662	117	9	3,7	10,9
Landesbank Baden-Wuerttemberg	3	14,4	1639	25	2	12,2	2,2
Bank Vontobel AG	4	7,3	835	24	-	-	-
Citi	5	6,5	738	28	7	4,1	2,4
Bank of America Merrill Lynch	6	4,7	537	44	12	2,5	2,2
Deutsche Bank AG	7	3,7	423	28	5	7,0	-3,3
Barclays	8	3,2	368	55	4	8,7	-5,5
ING Groep NV	9	2,7	312	34	6	4,3	-1,6
Societe Generale	10	2,6	298	29	15	1,8	0,8
JP Morgan	11	2,5	283	19	3	9,1	-6,6
Nordea	12	2,5	281	28	23	0,8	1,7
Credit Suisse	13	2,4	275	24	16	1,7	0,7
Standard Chartered PLC	14	2,1	238	25	13	2,2	-0,1
Erste Group Bank	15	1,9	216	2	-	-	-
UniCredit	16	1,4	159	6	14	2,0	-0,6
VTB Capital	17	1,1	128	6	28	0,3	0,8
HSBC	18	0,7	83	18	18	1,3	-0,6
Skandinaviska Enskilda Banken	19	0,6	67	11	-	-	-
Daiwa Securities Group Inc	20	0,5	52	1	-	-	-
Всего		100%	11419	630		100%	

Источник: составлено автором по данным аналитического отчета Global Structured Notes League Tables. Credit Linked Notes Issuance // Bloomberg Finance L.P. – Q1 2012. – P. 19.

Таблица 2.

Основные андеррайтеры выпусков CLN в 2011-2012 гг.

1/1/12 - 9/30/12	2012				2011		Изменение доли рынка (%)
Контрагент	Ранг	Доля рынка, %	Объём, млн долл. (США)	Кол-во сделок	Ранг	Доля рынка, %	
DZ Bank AG	1	23,7	7505	120	1	19,1	4,6
UBS	2	10,9	3458	370	6	5,7	5,2
Bank Vontobel AG	3	7,5	2379	75	44	-	7,5
Landesbank Baden-Wuerttemberg	4	6,1	1933	30	2	10,4	-4,3
Bank of America Merrill Lynch	5	4,8	1504	115	8	3,9	0,9
Deutsche Bank AG	6	4,4	1407	75	5	7,7	-3,3
Barclays	7	4,3	1359	124	4	8,3	-4,0
Credit Suisse	8	3,9	1226	54	14	2,1	1,8
ING Groep NV	9	3,7	1163	95	11	2,8	0,9
Citi	10	3,6	1152	96	7	4,5	-0,9
JP Morgan	11	3,4	1073	75	3	9,5	-6,1
Standard Chartered PLC	12	3,2	999	102	13	2,2	1,0
Societe Generale	13	2,7	855	75	15	1,5	1,2
Nordea	14	2,4	773	75	20	0,9	1,5
UniCredit	15	2,3	712	24	9	3,8	-1,5

Commerzbank AG	16	1,5	487	24	19	1,0	0,5
Erste Group Bank	17	1,5	479	6	43	-	1,5
HSBC Bank PLC	18	1,5	477	59	17	1,2	0,3
BNP Paribas Group	19	1,3	399	31	10	3,3	-2,0
Skandinaviska Enskilda Banken	20	0,9	288	58	32	0,3	0,6
Всего		100%	31646	1998		100%	

Источник: составлено автором по данным аналитического отчета Global Structured Notes League Tables. Credit Linked Notes Issuance // Bloomberg Finance L.P. – 1st 3Qrts 2012. – Р. 21. Интернет-сайт информационного агентства Bloomberg Finance L.P. Систем. требования: Foxit Reader. URL: <http://about.bloomberg.com/pdf/gsn.pdf> (дата обращения: 20.03.2013 г.).

Таблица 3.

Страновая принадлежность андеррайтеров выпусков CLN в 2011-2012 гг.

DZ Bank AG	Германия
UBS	Швейцария
Bank Vontobel AG	Швейцария
Landesbank Baden-Wuerttemberg	Германия
Bank of America Merrill Lynch	США
Deutsche Bank AG	Германия
Barclays	Великобритания
Credit Suisse	Швейцария
ING Groep NV	Нидерланды
Citi	США
JP Morgan	США
Standard Chartered PLC	Великобритания
Societe Generale	Франция
Nordea	Северная Европа
UniCredit	Италия
Commerzbank AG	Германия
Erste Group Bank	Австрия
HSBC Bank PLC	Великобритания
BNP Paribas Group	Франция
Skandinaviska Enskilda Banken	Швеция
VTB Capital	Россия
Daiwa Securities Group Inc	Япония

Источник: составлено автором по данным аналитического отчета Global Structured Notes League Tables. Credit Linked Notes Issuance // Bloomberg Finance L.P. – Q1 2012. – Р. 19; Global Structured Notes League Tables. Credit Linked Notes Issuance // Bloomberg Finance L.P. – 1st 3Qrts 2012. – Р. 21. Интернет-сайт информационного агентства Bloomberg Finance L.P. Систем. требования: Foxit Reader. URL: <http://about.bloomberg.com/pdf/gsn.pdf> (дата обращения: 20.03.2013 г.).

Таблица 4.

Объем выпуска CLN на основе суверенного и корпоративного долга стран за 2012 г.

Страна	Объем выпуска, млн долл. (США)	Изменение объема выпуска, млн. долл. (США)
Россия	2640,2	1003,2
Великобритания	1314,0	805,1
Франция	2029,4	781,6
Нидерланды	853,4	703,7
Корея	1227,4	659,3
Швейцария	856,0	639,9

Люксембург	554,0	410,0
Дания	378,7	377,9
Нигерия	427,0	334,8
Австрия	445,6	208,1
Бразилия	1825,4	-1604,8
Испания	485,6	-1273,7
Китай	415,8	-798,1
Германия	6928,3	-792,3
Индонезия	343,5	-718,6
Япония	1874,2	-500,9
Мексика	26,5	-411,7
Колумбия	234,1	-279,8
США	1290,0	-206,7
Южная Африка	62,4	-201,0

Источник: составлено автором по данным аналитического отчета Structured Notes // Bloomberg Brief. 2012 Review & 2013 Outlook. – January, 2013. – Р. 6. Интернет-сайт информационного агентства SlideShare. URL: <http://www.slideshare.net/fullscreen/bloombergbrief/structured-notes-2012-review/1> (дата обращения: 10.09.2014 г.).

Таблица 5.

Основные эмитенты CLN за 2012 г.

Контрагент	Ранг	Ранг (2011)	Доля рынка, %	Объем, млн долл. США
DZ Bank	1	1	29,1	9895,59
LBBW	2	2	7,8	2664,81
UBS AG	3	5	7,6	2585,99
Barclays PLC	4	3	5,9	2001,34
Deutsche Bank AG	5	4	5,8	1956,36
Standard Chartered PLC	6	8	4,8	1628,88
Societe Generale SA	7	12	4,2	1425,59
Credit Suisse Group AG	8	11	4,0	1356,45
ING Groep NV	9	9	3,9	1335,00
UniCredit SpA	10	7	3,6	1223,07
Nordea Bank AB	11	14	3,1	1046,95
Erste Group Bank AG	12	22	2,7	901,76
VTB Bank OJSC	13	24	2,4	823,11
Stichting ELM	14	20	2,3	790,15
HSBC Holdings PLC	15	17	2,0	685,39
JP Morgan Chase & Co	16	6	1,7	598,82
Commerzbank AG	17	16	1,5	500,17
Skandinaviska Enskilda Banken	18	21	1,1	387,30
BNP Paribas SA	19	10	1,1	370,36
Credit Agricole Groupe	20	18	0,9	295,45
Всего	54	52	100,0	33984,13

Источник: составлено автором по данным аналитического отчета Structured Notes // Bloomberg Brief. 2012 Review & 2013 Outlook. – January, 2013. – Р. 11. Интернет-сайт информационного агентства SlideShare. URL: <http://www.slideshare.net/fullscreen/bloombergbrief/structured-notes-2012-review/1> (дата обращения: 10.09.2014 г.).

Таблица 6.

Страновая принадлежность эмитентов CLN за 2012 г.

DZ Bank	Германия
LBBW	Германия
UBS AG	Швейцария
Barclays PLC	Великобритания
Deutsche Bank AG	Германия
Standard Chartered PLC	Великобритания
Societe Generale SA	Франция
Credit Suisse Group AG	Швейцария
ING Groep NV	Нидерланды
UniCredit SpA	Италия
Nordea Bank AB	Швеция
Erste Group Bank AG	Австрия
VTB Bank OJSC	Россия
Stichting ELM	Нидерланды
HSBC Holdings PLC	Великобритания
JP Morgan Chase & Co	США
Commerzbank AG	Германия
Skandinaviska Enskilda Banken	Швеция
BNP Paribas SA	Франция
Credit Agricole Groupe	Франция

Источник: составлено автором по данным аналитического отчета Structured Notes // Bloomberg Brief. 2012 Review & 2013 Outlook. – January, 2013. – Р. 11. Интернет-сайт информационного агентства SlideShare. URL: <http://www.slideshare.net/fullscreen/bloombergbrief/structured-notes-2012-review/1> (дата обращения: 10.09.2014 г.).

Таблица 7.

Основные эмитенты CLN в 2013 г.

Контрагент	Ранг	Ранг (2012)	Доля рынка, %	Объем, млн долл. США
DZ Bank AG	1	1	36,8	12467,51
LBBW	2	2	14,9	5030,79
Societe Generale SA	3	9	8,2	2765,21
Deutsche Bank AG	4	4	5,8	1950,03
Nordea Bank AB	5	13	4,6	1554,03
Standard Chartered PLC	6	6	2,7	924,37
JP Morgan Chase and Co	7	16	2,5	848,86
BNP Paribas SA	8	19	2,0	693,16
DekaBank Deutsche Giroz.	9	43	2,0	667,88
Barclays PLC	10	5	1,9	642,00
Credit Suisse Group AG	11	7	1,8	598,54
UniCredit SpA	12	8	1,6	553,38
Landessparkasse zu Olden.	13	-	1,5	522,18
Credit Agricole Groupe	14	18	1,5	496,60
ING Groep NV	15	10	1,3	452,55
HSBC Holdings PLC	16	15	1,3	449,74
VIS Finance SA	17	23	1,2	411,52
Erste Group Bank AG	18	11	0,8	259,32
Skandinaviska Enskilda Banken	19	20	0,7	248,39
Banco Espirito Santo SA	20	22	0,7	238,56
Bcero	63	54	100,0	*33871,25

*Не включены ноты с переменной суммой погашения основного долга (variable-principal redemption notes).

Источник: составлено автором по данным аналитического отчета Structured Notes // Bloomberg Brief. 2013 Year End. – September, 2014. – Р. 11. Интернет-сайт информационного агентства SlideShare. URL: <http://www.slideshare.net/fullscreen/bloombergbrief/bloomberg-stn-supplement/11> (дата обращения: 10.09.2014 г.).

Таблица 8.

Страновая принадлежность эмитентов CLN в 2013 г.

DZ Bank AG	Германия
LBBW	Германия
Societe Generale SA	Франция
Deutsche Bank AG	Германия
Nordea Bank AB	Швеция
Standard Chartered PLC	Великобритания
JP Morgan Chase and Co	США
BNP Paribas SA	Франция
DekaBank Deutsche Giroz.	Германия
Barclays PLC	Великобритания
Credit Suisse Group AG	Швейцария
UniCredit SpA	Италия
Landessparkasse zu Olden.	Германия
Credit Agricole Groupe	Франция
ING Groep NV	Нидерланды
HSBC Holdings PLC	Великобритания
VIS Finance SA	Люксембург
Erste Group Bank AG	Австрия
Skandinaviska Enskilda Banken	Швеция
Banco Espirito Santo SA	Португалия

Источник: составлено автором по данным аналитического отчета Structured Notes // Bloomberg Brief. 2013 Year End. – September, 2014. – Р. 11. Интернет-сайт информационного агентства SlideShare. URL: <http://www.slideshare.net/fullscreen/bloombergbrief/bloomberg-stn-supplement/11> (дата обращения: 10.09.2014 г.).

Приложение 6. Организация выпусков связанных кредитных нот российских заемщиков.

Таблица 1.

Сектор	Эмитент	Объем эмиссии, (руб.)	Количество сделок
1. Банки и финансовые институты	Национальный банк ТРАСТ	19 103 359 000,00	6
	КБ Ренессанс Капитал	12 028 790 000,00	7
	МСП Банк	6 500 000 000,00	2
	КБ Центр-инвест	5 525 765 000,00	1
	Бизнес Альянс	4 660 651 231,60	1
	Татфондбанк	3 789 096 000,00	2
	Уралвнешторгбанк	3 473 338 000,00	1
	Газбанк	3 157 580 000,00	1
	Финанс-Лизинг (ФЛК)	3 157 580 000,00	1
	АИЖК	2 600 000 000,00	1
	Лизинговая компания УРАЛСИБ	2 500 000 000,00	1
	VITYAZ	2 297 230 800,00	4
	Marshall Milk Investments	2 052 427 000,00	1
	Банк Санкт-Петербург	1 578 790 000,00	1
	Газпромбанк	1 578 790 000,00	1
	Барклайс Банк	1 400 000 000,00	1
	Банк Национальная Факторинговая Компания (ЗАО)	1 200 000 000,00	1
	Банк Москвы	946 358 600,00	2
	РосДорБанк	631 516 000,00	1
Итого		78 181 271 632,00	36
2. Горнодобывающая промышленность	Севералмаз	4 736 370 000,00	1
	Кузбассразрезуголь	4 736 370 000,00	1
Итого		9 472 740 000,00	2
3. Другие отрасли	ОПИН (Открытые инвестиции)	9 469 582 420,00	3
	Ritzio International	8 841 224 000,00	1
	Холдинг "Проф-Медиа"	7 893 950 000,00	1
	СУЭК	5 525 765 000,00	1
	Ritzio Central Region	5 210 007 000,00	1
	ЕПК	4 736 370 000,00	1
	РБК ИС	4 578 491 000,00	2
	Вулкан (Ritzio Group)	3 946 975 000,00	1
	Интурист, ВАО	2 399 760 800,00	2
	ТНТ	1 894 548 000,00	1
	Хорус Кэпитал	1 578 790 000,00	1
Итого		56 075 463 220,00	15
4. Машиностроение	АВТОВАЗ	7 893 950 000,00	1
	Объединенная авиастроительная корпорация	6 315 160 000,00	1
	Энергомашкорпорация	4 736 370 000,00	1
	ИРКУТ	3 946 975 000,00	1
Итого		22 892 455 000,00	4
5. Нефтегазовая отрасль	НОВАТЭК	9 472 740 000,00	2
	Газпром	8 648 995 000,00	2
Итого		18 121 735 000,00	4
6. Пищевая промышленность	Нутринвестхолдинг	3 157 580 000,00	1
	Компания Русский Стандарт	2 683 943 000,00	1
	Союз-Виктан Россия	750 000 000,00	1
Итого		6 591 523 000,00	3

7. Связь и телекоммуникация	Ростелеком - Центр (бывш. Центртелеком)	3 631 217 000,00	1
	ФГУП «Почта России»	3 500 000 000,00	1
	Ростелеком - Юг (бывш. ЮТК)	3 500 000 000,00	1
	Ростелеком-Сибирь (бывш. Сибирьтелеком)	2 841 822 000,00	1
	Media-One Holdings	1 263 032 000,00	1
Итого		14 736 071 000,00	5
8. Сервисные компании нефтегазового сектора	Сибирская Сервисная Компания	3 157 580 000,00	1
Итого		3 157 580 000,00	1
9. Строительство и девелопмент	МГ Групп	16 735 174 000,00	4
	УК Теорема	7 041 403 400,00	2
	РТМ	6 157 281 000,00	2
	ССМО ЛенСпецСМУ	4 736 370 000,00	1
	ДОН-Строй	4 736 370 000,00	1
	ЛенСпецСМУ	3 157 580 000,00	1
	Amelside	2 245 039 380,00	1
	Gofra	1 350 000 000,00	1
Итого		46 159 217 780,00	13
10. Торговля	Маретекс	4 736 370 000,00	1
	Техносила-Инвест	3 157 580 000,00	1
	Холдинг МАРТА	3 157 580 000,00	1
	Продимекс	3 157 580 000,00	1
	Седьмой Континент	2 841 822 000,00	1
	Инком-Лада	2 447 124 500,00	2
	Санвэй-Груп	1 578 790 000,00	1
	Связной	1 578 790 000,00	1
	ТД Копейка (ОАО)	1 263 032 000,00	1
Итого		23 918 668 500,00	10
11. Транспорт	Северстальтранс	8 999 103 000,00	2
	Волготанкер	3 789 096 000,00	1
	КрасЭйр	3 000 000 000,00	1
	Транснефтепродукт	2 500 000 000,00	1
Итого		18 288 199 000,00	5
12. Химическая и нефтехимическая промышленность	Газпром нефтехим Салават	8 094 129 400,00	5
	ХК Амтел	5 525 765 000,00	1
	Tarlot Holding	1 184 092 500,00	1
Итого		14 803 986 900,00	7
13. Цветная металлургия	Русская медная компания	3 157 580 000,00	1
Итого		3 157 580 000,00	1
14. Черная металлургия	Нижнесергинский метизно-металлургический завод	3 157 580 000,00	1
Итого		3 157 580 000,00	1
15. Энергетика	ИНТЕР РАО ЕЭС	4 736 370 000,00	1
	Каскад Нижне-Черекских ГЭС	1 894 548 000,00	1
Итого		6 630 918 000,00	2

Источник: составлено автором на основе базы статистических данных финансового информационного агентства «Сбондс.ру». Интернет-сайт информационного проекта компании Cbonds.ru. URL: <http://www.cbonds.info> (дата обращения 01.08.2012 г.). Режим доступа: закрытый.

Таблица 2.

№	Сектор	Эмитент	Дефолт (1)/ Успешная эмиссия (0)	Валюта эмиссии	Объем эмиссии	Объем эмиссии, (руб.)	Ставка купона, %	Дата окончания размещения	Агент по размещению
1	банки и фин. институты	Финанс-Лизинг (ФЛК)	0	USD	100 000 000	3 157 580 000	9.250%	20.06.2007	Организатором и букранером выступила ИК КапиталЪ, совместными организаторами – Банк ВТБ и МДМ-Банк.
2	банки и фин. институты	Уралвнешторгбанк	0	USD	110 000 000	3 473 338 000	9.000%	15.09.2006	Commerzbank & ИБ Траст
3	банки и фин. институты	Татфондбанк	0	USD	30 000 000	947 274 000	10.750%	06.12.2007	Лид-менеджер - Инвестиционный Банк Траст.
4	банки и фин. институты	Татфондбанк	0	USD	90 000 000	2 841 822 000	9.500%	26.02.2006	Лид-менеджер - Инвестиционный Банк Траст. Co-Managers: Reserve Invest (Cyprus) Limited и ОАО Банк «СОЮЗ».
5	банки и фин. институты	РосДорБанк	0	USD	20 000 000	631 516 000	9.250%	13.12.2006	Росбанк
6	банки и фин. институты	Национальный банк ТРАСТ	0	USD	35 000 000	1 105 153 000	11.000%	13.06.2007	
7	банки и фин. институты	Национальный банк ТРАСТ	0	USD	20 000 000	631 516 000	11.500%	06.03.2007	
8	банки и фин. институты	Marshall Milk Investments	0	USD	65 000 000	2 052 427 000	14.000%	28.09.2007	Траст
9	банки и фин. институты	VITYAZ	0	RUR	895 037 500	895 037 500	16.475%	30.08.2007	Организатор: DEUTSCHE BANK AG, LONDON BRANCH Портфельный менеджер: TDAM (Cyprus) Limited (Тройка Диалог)
10	банки и фин. институты	VITYAZ	0	RUR	895 037 500	895 037 500	10.620%	30.08.2007	Организатор: DEUTSCHE BANK AG, LONDON BRANCH Портфельный менеджер: TDAM (Cyprus) Limited (Тройка Диалог)
11	банки и фин. институты	VITYAZ	0	RUR	475 580 000	475 580 000	18.500%	21.01.2008	Организатор: DEUTSCHE BANK AG, LONDON BRANCH Портфельный менеджер: TDAM (Cyprus) Limited (Тройка Диалог)
12	банки и фин. институты	VITYAZ	0	USD	1 000 000	31 575 800	18.500%	21.01.2008	Организатор: DEUTSCHE BANK AG, LONDON BRANCH Портфельный менеджер: TDAM (Cyprus) Limited (Тройка Диалог)
13	банки и фин. институты	АИЖК	0	RUR	2 600 000 000	2 600 000 000	8.500%	27.07.2007	МДМ
14	банки и фин. институты	Банк Москвы	0	USD	17 000 000	536 788 600	8.000%	19.05.2008	MERRILL LYNCH
15	банки и фин. институты	Банк Москвы	0	EUR	10 000 000	409 570 000	9.250%	17.06.2008	MERRILL LYNCH
16	банки и фин. институты	Банк Национальная Факторинговая Компания (ЗАО)	0	RUR	1 200 000 000	1 200 000 000	9.750%	08.02.2007	МДМ-Банк, ING Bank N.V.
17	банки и фин. институты	Банк Санкт-Петербург	0	USD	50 000 000	1 578 790 000	11.000%	21.12.2006	Инвестиционный банк «ТРАСТ»
18	банки и фин. институты	Барклайс Банк	0	RUR	1 400 000 000	1 400 000 000	11.750%	09.03.2006	Renaissance Securities Limited

19	банки и фин. институты	Бизнес Альянс	0	USD	147 602 000	4 660 651 232	7.214%	20.10.2010	Банк Москвы
20	банки и фин. институты	Газбанк	0	USD	100 000 000	3 157 580 000	9.750%	15.05.2007	Организатор - Банк Москвы Инвестиционная компания БФА выступила в качестве ко-менеджера
21	банки и фин. институты	Газпромбанк	0	USD	50 000 000	1 578 790 000	16.000%	27.02.2009	JPMorgan Chase Bank, N.A.
22	банки и фин. институты	Национальный банк ТРАСТ	0	USD	50 000 000	1 578 790 000	9.000%	19.04.2007	Инвестиционный банк «ТРАСТ» (ОАО).
23	банки и фин. институты	КБ Ренессанс Капитал	0	RUR	3 500 000 000	3 500 000 000	10.500%	27.07.2006	Организаторы Merrill Lynch и инвестиционная компания Ренессанс Капитал
24	банки и фин. институты	КБ Ренессанс Капитал	0	RUR	2 660 000 000	2 660 000 000	10.500%	09.11.2006	Merrill Lynch
25	банки и фин. институты	КБ Ренессанс Капитал	0	RUR	3 290 000 000	3 290 000 000	10.500%	02.04.2007	Merrill Lynch
26	банки и фин. институты	КБ Ренессанс Капитал	0	USD	30 000 000	947 274 000	12.000%	21.12.2007	Ренессанс Капитал
27	банки и фин. институты	КБ Ренессанс Капитал	0	USD	10 000 000	315 758 000	12.000%	18.12.2007	Ренессанс Капитал
28	банки и фин. институты	КБ Ренессанс Капитал	0	USD	10 000 000	315 758 000	12.000%	27.12.2007	Ренессанс Капитал
29	банки и фин. институты	КБ Ренессанс Капитал	0	RUR	1 000 000 000	1 000 000 000	14.500%	11.07.2008	Ренессанс Капитал
30	банки и фин. институты	КБ Центр-инвест	0	USD	175 000 000	5 525 765 000	9.000%	26.03.2007	Организатором размещения выступает инвестбанк Траст, соорганизатором - Commerzbank.
31	банки и фин. институты	Лизинговая компания УРАЛСИБ	0	RUR	2 500 000 000	2 500 000 000	9.750%	25.07.2007	ING Bank N.V., Банк УРАЛСИБ
32	банки и фин. институты	МСП Банк	0	RUR	2 500 000 000	2 500 000 000	7.600%	31.03.2005	Организатор - ИНГ БАНК (ЕВРАЗИЯ)
33	банки и фин. институты	МСП Банк	0	RUR	4 000 000 000	4 000 000 000	8.250%	20.11.2007	ING Wholesale Banking (юридическое название ING Bank N.V.)
34	банки и фин. институты	Национальный банк ТРАСТ	0	USD	300 000 000	9 472 740 000	0	13.12.2003	ING Bank N.V.
35	банки и фин. институты	Национальный банк ТРАСТ	0	USD	100 000 000	3 157 580 000	10.000%	25.05.2006	ING Bank N.V.
36	банки и фин. институты	Национальный банк ТРАСТ	0	USD	100 000 000	3 157 580 000	9.250%	21.12.2006	Организатором выпуска является Инвестиционный банк «ТРАСТ» (ОАО).
37	горнодобывающая пром-ть	Кузбассразрезуголь	0	USD	150 000 000	4 736 370 000	9.000%	13.07.2005	Организатор - ING Bank N.V.
38	горнодобывающая пром-ть	Севералмаз	0	USD	150 000 000	4 736 370 000	8.875%	09.03.2004	Организаторы: ING (букранер), Web Invest
39	другие отрасли	Ritzio Central Region	0	USD	165 000 000	5 210 007 000	12.500%	15.11.2007	Ренессанс Капитал
40	другие отрасли	Вулкан (Ritzio Group)	0	USD	125 000 000	3 946 975 000	12.000%	06.07.2005	Организатор - МДМ
41	другие отрасли	ЕПК	0	USD	150 000 000	4 736 370 000	9.750%	17.10.2006	МДМ-Банк
42	другие отрасли	Интурист, ВАО	0	USD	20 000 000	631 516 000	9.750%	15.12.2010	
43	другие отрасли	Интурист, ВАО	0	USD	56 000 000	1 768 244 800	10.500%	04.06.2010	Банк Москвы
44	другие отрасли	ОПИН (Открытые инвестиции)	0	USD	150 000 000	4 736 370 000	9.125%	02.11.2005	ING и Ренессанс Капитал

45	другие отрасли	ОПИН (Открытые инвестиции)	0	USD	50 000 000	1 578 790 000	10.450%	30.04.2008	ING
46	другие отрасли	ОПИН (Открытые инвестиции)	0	USD	99 900 000	3 154 422 420	10.450%	06.03.2008	
47	другие отрасли	СУЭК	0	USD	175 000 000	5 525 765 000	8.625%	12.10.2006	ING, Траст
48	другие отрасли	ТНТ	0	USD	60 000 000	1 894 548 000	9.250%	08.12.2006	J. P. Morgan и Газпромбанк
49	другие отрасли	Холдинг "Проф-Медиа"	0	USD	250 000 000	7 893 950 000	10.750%	19.12.2006	Организатором размещения выступил Ренессанс Капитал.
50	другие отрасли	Хорус Кэпитал	0	USD	50 000 000	1 578 790 000	9.875%	17.05.2006	Организатором выпуска CLN является Aton International Limited
51	другие отрасли	Ritzio International	1	USD	280 000 000	8 841 224 000	10.000%	16.07.2007	Ренессанс Капитал
52	другие отрасли	РБК ИС	1	USD	100 000 000	3 157 580 000	9.500%	29.05.2006	МДМ-Банк, Атон Капитал
53	другие отрасли	РБК ИС	1	USD	45 000 000	1 420 911 000	11.250%	27.11.2007	Barclays
54	машиностроение	АВТОВАЗ	0	USD	250 000 000	7 893 950 000	8.500%	20.10.2005	Инвестиционный банк ТРАСТ. Co-Lead Managers: ОАО Альфа-Банк, ЗАО Международный Московский Банк, ОАО Промышленно-Строительный Банк. Co-Managers: ЗАО Сургутнефтегазбанк, ОАО Банк АК БАРС, ОАО Банк СОЮЗ, ОАО Импэксбанк.
55	машиностроение	ИРКУТ	0	USD	125 000 000	3 946 975 000	8.250%	24.03.2006	МДМ-Банк. Сургутнефтегазбанк ко-менеджер выпуска
56	машиностроение	Объединенная авиастроительная корпорация	0	USD	200 000 000	6 315 160 000	10.000%	27.06.2008	МДМ-Банк
57	машиностроение	Энергомашкорпорация	1	USD	150 000 000	4 736 370 000	9.500%	05.04.2006	КИТ (букраннер). Организаторы: ВТБ, ТКБ, Банк Союз
58	нефтегазовая отрасль	Газпром	0	USD	25 000 000	789 395 000	9.500%	23.08.2002	Доверительный и инвестиционный банк (TRUST)
59	нефтегазовая отрасль	Газпром	0	RUR	7 859 600 000	7 859 600 000	7.000%	14.07.2009	Банк Москвы
60	нефтегазовая отрасль	НОВАТЭК	0	USD	100 000 000	3 157 580 000	9.125%	07.04.2004	ТРАСТ и ИНГ БАНК
61	нефтегазовая отрасль	НОВАТЭК	0	USD	200 000 000	6 315 160 000	7.750%	16.12.2004	Лид-менеджерами выпуска выступают банки ING и Траст
62	пищевая пром-ть	Компания Русский Стандарт	0	USD	85 000 000	2 683 943 000	10.000%	01.06.2006	Dresdner Kleiner Wasserstein, кооператор - банк "Русский стандарт"
63	пищевая пром-ть	Нутринвестхолдинг	0	USD	100 000 000	3 157 580 000	10.500%	24.11.2005	МДМ-Банк, Росбанк. Со-менеджер - Петрокоммерцбанк
64	пищевая пром-ть	Союз-Виктан Россия	0	RUR	750 000 000	750 000 000	11.500%	27.02.2006	Лид-менеджером проекта выступил ING Bank N.V. (Лондон).
65	связь и телекоммуникация	Media-One Holdings	0	USD	40 000 000	1 263 032 000	13.700%	31.07.2008	Ренессанс Капитал

66	связь и телекоммуникация	Ростелеком - Центр (бывш. Центртелеком)	0	USD	115 000 000	3 631 217 000	8.340%	07.11.2006	Deutsche Bank
67	связь и телекоммуникация	Ростелеком - Юг (бывш. ЮТК)	0	RUR	3 500 000 000	3 500 000 000	9.000%	29.05.2008	Ренессанс Капитал
68	связь и телекоммуникация	Ростелеком-Сибирь (бывш. Сибирьтелеком)	0	USD	90 000 000	2 841 822 000	7.700%	11.04.2008	Организатором выпуска является МДМ-Банк. Со-менеджером выпуска является Альфа Банк.
69	связь и телекоммуникация	ФГУП «Почта России»	0	RUR	3 500 000 000	3 500 000 000	8.500%	05.06.2007	Организатор МДМ-Банк Попечителем и платежным агентом по нотам является Deutsche Bank, агентом по обеспечению в России – ОАО АКБ «Связь-Банк».
70	сервисные компании нефтегазового сектора	Сибирская Сервисная Компания	1	USD	100 000 000	3 157 580 000	13.750%	20.03.2008	ABN AMRO, TRUST
71	строительство и девелопмент	Amelside	0	USD	71 100 000	2 245 039 380	22.000%	05.10.2007	ТРАСТ
72	строительство и девелопмент	Gofra	0	RUR	1 350 000 000	1 350 000 000	15.000%	26.03.2008	TRUST
73	строительство и девелопмент	ДОН-Строй	0	USD	150 000 000	4 736 370 000	10.000%	30.10.2006	Организатор размещения Альфа-Банк, ко-менеджер – Банк Москвы
74	строительство и девелопмент	ЛенСпецСМУ	0	USD	100 000 000	3 157 580 000	12.000%	23.04.2007	Лид-менеджер: Росбанк Агент по реструктуризации - ING Bank N.V., London Branch
75	строительство и девелопмент	МГ Групп	0	USD	100 000 000	3 157 580 000	9.700%	15.02.2006	Лид-менеджер: Банк Зенит Ко-лид-менеджер: Альфа-банк
76	строительство и девелопмент	МГ Групп	0	USD	150 000 000	4 736 370 000	10.250%	06.11.2008	
77	строительство и девелопмент	ССМО ЛенСпецСМУ	0	USD	150 000 000	4 736 370 000	9.750%	03.11.2010	UFS Finance
78	строительство и девелопмент	УК Теорема	0	USD	75 000 000	2 368 185 000	9.000%	27.10.2006	Ренессанс Капитал
79	строительство и девелопмент	УК Теорема	0	USD	148 000 000	4 673 218 400	11.000%	21.06.2007	Ренессанс Капитал
80	строительство и девелопмент	МГ Групп	1	USD	100 000 000	3 157 580 000	13.500%	16.05.2008	Ренессанс Капитал
81	строительство и девелопмент	МГ Групп	1	USD	180 000 000	5 683 644 000	12.000%	13.03.2007	Лид-менеджер: МДМ-Банк
82	строительство и девелопмент	РТМ	1	USD	55 000 000	1 736 669 000	15.000%	16.11.2007	Инвестиционный банк «ТРАСТ»
83	строительство и девелопмент	РТМ	1	USD	140 000 000	4 420 612 000	12.000%	27.02.2008	Инвестиционный банк «ТРАСТ»
84	торговля	Инком-Лада	0	USD	40 000 000	1 263 032 000	10.000%	27.11.2007	Организатор: Банк Зенит, Банк Москвы Букраннер: Банк Зенит, Банк Москвы Менеджер: Промсвязьбанк
85	торговля	Продимекс	0	USD	100 000 000	3 157 580 000	10.250%	29.09.2006	Организатор МДМ-Банк

86	торговля	Связной	0	USD	50 000 000	1 578 790 000	10.750%	26.07.2005	лид-менеджер - Альфа-банк, со-организатор - Промсвязьбанк
87	торговля	Седьмой Континент	0	USD	90 000 000	2 841 822 000	7.250%	21.09.2005	Лид-менеджер: ОАО МДМ-Банк
88	торговля	ТД Копейка (ОАО)	0	USD	40 000 000	1 263 032 000	12.000%	30.09.2004	организаторы выпуска - МДМ-Банк ИБГ НИКойл. Со-организатор - Альфа-Банк
89	торговля	Техносила-Инвест	0	USD	100 000 000	3 157 580 000	9.750%	26.06.2007	МДМ-Банк Попечителем и платежным агентом по выпуску выступает Deutsche Bank, London Branch
90	торговля	Инком-Лада	1	USD	37 500 000	1 184 092 500	16.000%	23.06.2008	Инвестиционный банк ТРАСТ
91	торговля	Маретекс	1	USD	150 000 000	4 736 370 000	10.000%	15.06.2007	Инвестиционный банк «ТРАСТ»
92	торговля	Санвэй-Груп	1	USD	50 000 000	1 578 790 000	10.125%	22.05.2006	Росбанк
93	торговля	Холдинг МАРТА	1	USD	100 000 000	3 157 580 000	0	01.11.2007	КИТ Финанс Инвестиционный банк (ОАО)
94	транспорт	Волготанкер	0	USD	120 000 000	3 789 096 000	9.250%	20.08.2004	Траст
95	транспорт	КрасЭйр	0	RUR	3 000 000 000	3 000 000 000	11.800%	04.10.2007	Газпромбанк и Русские Фонды
96	транспорт	Северстальтранс	0	USD	110 000 000	3 473 338 000	9.500%	16.03.2004	Организатор и ведущий менеджер – Инвестиционный Банк «ТРАСТ», Организатор – Московский Народный Банк. Co-Lead Managers- ТрансКредитБанк, Коммерцбанк(Евразия) Ведущий со-менеджер - Импэксбанк, Вэб-инвес Банк,Со-организаторы- Сургутнефтегазбанк, Газпромбанк
97	транспорт	Северстальтранс	0	USD	175 000 000	5 525 765 000	8.500%	15.06.2007	ING
98	транспорт	Транснефтепродукт	0	RUR	2 500 000 000	2 500 000 000	8.150%	12.04.2007	VTB Bank Europe
99	хим и нефтехим пром-сть	Tarlot Holding	0	USD	37 500 000	1 184 092 500	11.500%	10.05.2007	Renaissance Securities Trading Limited (Bermuda)
100	хим и нефтехим пром-сть	Газпром нефтехим Салават	0	USD	3 000 000	94 727 400	11.500%	21.11.2005	CITI
101	хим и нефтехим пром-сть	Газпром нефтехим Салават	0	USD	40 000 000	1 263 032 000	8.875%	07.04.2004	МДМ Банк
102	хим и нефтехим пром-сть	Газпром нефтехим Салават	0	USD	50 000 000	1 578 790 000	8.750%	28.04.2004	Организатор - МДМ Банк. Со-организаторами выпуска выступили Альфа-Банк, Росбанк и Сургутнефтегазбанк
103	хим и нефтехим пром-сть	Газпром нефтехим Салават	0	USD	100 000 000	3 157 580 000	7.950%	18.11.2005	МДМ-Банк. В синдикат выпуска вошли Промышленно-строительный банк, Derfa и Альфа-банк.
104	хим и нефтехим пром-сть	Газпром нефтехим Салават	0	RUR	2 000 000 000	2 000 000 000	15.000%	13.10.2009	ING

105	хим и нефтехим пром-сть	ХК Амтел	0	USD	175 000 000	5 525 765 000	9.000%	28.06.2005	Организатор - Альфа - Банк. Ко-лид-менеджеры: ВТБ, Газпромбанк, МДМ, Петрокоммерц, Промсвязьбанк, Росбанк, Ко-менеджеры: ВЭБ-Инвест Банк, Банк СОЮЗ, Сургутнефтегазбанк, Ханты-Мансийский Банк.
106	цветная металлургия	Русская медная компания	0	USD	100 000 000	3 157 580 000	9.250%	13.12.2005	Лид-менеджер – ОАО «Альфа-Банк». Ко-лид-менеджер – ВТБ, ко-менеджер – Росбанк.
107	черная металлургия	Нижнесергинский метизно-металлургический завод	0	USD	100 000 000	3 157 580 000	9.800%	16.09.2005	Организатор - ФК Уралсиб. Ведущий менеджер – Газпромбанк. Совместные менеджеры – Сургутнефтегазбанк, Банк Союз
108	энергетика	ИНТЕР РАО ЕЭС	0	USD	150 000 000	4 736 370 000	7.750%	03.03.2006	Citigroup
109	энергетика	Каскад Нижне-Черекских ГЭС	0	USD	60 000 000	1 894 548 000	10.500%	13.02.2007	

Источник: составлено автором на основе базы статистических данных финансового информационного агентства «Сбондс.ру». Интернет-сайт информационного проекта компании Cbonds.ru. URL: <http://www.cbonds.info> (дата обращения 01.08.2012 г.). Режим доступа: закрытый.

Приложение 7. Модель оценки справедливой стоимости связанных кредитных нот.

Таблица 1.

Статистические и расчетные данные эмиссий связанных кредитных нот российских заемщиков в период с 2002 по 2010 гг.

Переменные:

Признак дефолта - (1-дефолт, 0 - успешный выпуск).

N* - Номинал (руб.).

Issue Price (%)** - Цена первичного размещения (% от номинала).

Issue Price (rub)** - Цена первичного размещения (руб).

Coupon* - Годовая ставка купона.

K* - Периодичность выплаты купона в течение года.

Maturity* - Срок обращения (количество лет).

E[CLN coupon]** - среднее значение совокупных купонных выплат (руб.).

E[CLN nominal]** - среднее значение выплат основной суммы долга (руб.).

CLN value** - справедливая стоимость CLN (руб.).

CLN value present** - дисконтированная справедливая стоимость CLN (руб.).

CLN value present/Issue Price** - соотношение дисконтированной справедливой стоимости с ценой первичного размещения CLN.

*Статистические данные финансового информационного агентства «Сбондс.ру» URL: <http://www.cbonds.info> (дата обращения 01.08.2012г.). Режим доступа: закрытый.

**Расчетные значения, полученные автором при использовании предложенной математической модели оценки справедливой стоимости CLN.

№	Признак дефолта	N	Issue Price (%)	Issue Price (rub) **	Coupon	K	Maturity	E[CLN coupon]**	E[CLN nominal]**	CLN value**	CLN value present**	CLN value present/Issue Price**
1	0	3 157 580.00 p.	100	3 157 580.00 p.	0.0925	2	4.0000	987 163.80 p.	2 875 135.92 p.	3 862 299.71 p.	2 772 068.81 p.	0.877909288
2	0	3 157 580.00 p.	100	3 157 580.00 p.	0.0900	2	1.0167	244 122.94 p.	2 875 135.92 p.	3 119 258.86 p.	2 867 086.20 p.	0.908001128
3	0	3 157 580.00 p.	100	3 157 580.00 p.	0.1075	2	1.0000	286 811.10 p.	2 875 135.92 p.	3 161 947.02 p.	2 910 342.47 p.	0.921700313
4	0	3 157 580.00 p.	100	3 157 580.00 p.	0.0950	2	2.0056	508 330.07 p.	2 875 135.92 p.	3 383 465.98 p.	2 865 106.52 p.	0.907374167
5	0	6 315 160.00 p.	100	6 315 160.00 p.	0.0925	4	2.0139	994 019.10 p.	5 750 271.83 p.	6 744 290.93 p.	5 707 095.87 p.	0.903713583
6	0	3 157 580.00 p.	100	3 157 580.00 p.	0.1100	4	5.5000	1 614 146.21 p.	2 875 135.92 p.	4 489 282.12 p.	2 845 241.90 p.	0.901083078
7	0	3 157 580.00 p.	100	3 157 580.00 p.	0.1150	2	5.5000	1 687 516.49 p.	2 875 135.92 p.	4 562 652.40 p.	2 891 742.92 p.	0.915809869
8	0	3 157 580.00 p.	100	3 157 580.00 p.	0.1400	2	2.0000	747 042.87 p.	2 875 135.92 p.	3 622 178.79 p.	3 068 660.90 p.	0.97183948
9	0	2 557 250.00 p.	100	2 557 250.00 p.	0.1648	2	3.0000	1 067 955.11 p.	2 328 505.16 p.	3 396 460.27 p.	2 648 470.04 p.	1.035671147
10	0	2 557 250.00 p.	100	2 557 250.00 p.	0.1062	1	3.0000	688 417.80 p.	2 328 505.16 p.	3 016 922.96 p.	2 352 516.87 p.	0.919940118

11	0	2 000 000.00 p.	100	2 000 000.00 p.	0.1850	2	3.0000	937 899.08 p.	1 821 100.92 p.	2 759 000.00 p.	2 151 395.35 p.	1.075697677
12	0	3 157 580.00 p.	100	3 157 580.00 p.	0.1850	2	3.0000	1 480 745.69 p.	2 875 135.92 p.	4 355 881.61 p.	3 396 601.47 p.	1.075697677
13	0	5 000 000.00 p.	100	5 000 000.00 p.	0.0850	4	4.2861	1 539 166.09 p.	4 552 752.29 p.	6 091 918.39 p.	4 247 409.28 p.	0.849481856
14	0	3 157 580.00 p.	100	3 157 580.00 p.	0.0800	2	4.9333	1 052 974.71 p.	2 875 135.92 p.	3 928 110.63 p.	2 609 347.70 p.	0.8263758
15	0	2 047 850.00 p.	100	2 047 850.00 p.	0.0925	2	4.9278	788 722.30 p.	1 864 670.76 p.	2 653 393.06 p.	1 783 660.86 p.	0.870991948
16	0	2 000 000.00 p.	100	2 000 000.00 p.	0.0975	4	1.5000	247 149.08 p.	1 821 100.92 p.	2 068 250.00 p.	1 826 363.82 p.	0.913181911
17	0	3 157 580.00 p.	100	3 157 580.00 p.	0.1100	2	5.2500	1 540 775.92 p.	2 875 135.92 p.	4 415 911.84 p.	2 839 006.93 p.	0.899108471
18	0	1 000 000.00 p.	100	1 000 000.00 p.	0.1175	2	1.5000	148 923.17 p.	910 550.46 p.	1 059 473.62 p.	935 565.96 p.	0.93556596
19	0	3 157 580.00 p.	100	3 157 580.00 p.	0.0721	2	2.5139	483 848.85 p.	2 875 135.92 p.	3 358 984.77 p.	2 718 575.91 p.	0.86096818
20	0	3 157 580.00 p.	100	3 157 580.00 p.	0.0975	2	3.0056	781 838.17 p.	2 875 135.92 p.	3 656 974.09 p.	2 850 298.54 p.	0.902684506
21	0	31 575 800.00 p.	100	31 575 800.00 p.	0.1600	2	0.5000	2 134 408.21 p.	28 751 359.17 p.	30 885 767.38 p.	29 631 466.82 p.	0.938423312
22	0	3 157 580.00 p.	100	3 157 580.00 p.	0.0900	2	1.5000	360 181.38 p.	2 875 135.92 p.	3 235 317.30 p.	2 856 940.16 p.	0.904787893
23	0	1 000 000.00 p.	100	1 000 000.00 p.	0.1050	2	1.0000	88 720.18 p.	910 550.46 p.	999 270.64 p.	919 756.02 p.	0.919756016
24	0	1 000 000.00 p.	100	1 000 000.00 p.	0.1050	2	1.5083	133 819.61 p.	910 550.46 p.	1 044 370.07 p.	921 591.78 p.	0.921591779
25	0	1 000 000.00 p.	100	1 000 000.00 p.	0.1050	2	1.5056	133 573.17 p.	910 550.46 p.	1 044 123.62 p.	921 586.55 p.	0.921586547
26	0	3 157 580.00 p.	100	3 157 580.00 p.	0.1200	2	1.0000	320 161.23 p.	2 875 135.92 p.	3 195 297.15 p.	2 941 038.84 p.	0.931421799
27	0	3 157 580.00 p.	100	3 157 580.00 p.	0.1200	2	1.5000	480 241.85 p.	2 875 135.92 p.	3 355 377.76 p.	2 962 959.29 p.	0.938363967
28	0	3 157 580.00 p.	100	3 157 580.00 p.	0.1200	2	1.5000	480 241.85 p.	2 875 135.92 p.	3 355 377.76 p.	2 962 959.29 p.	0.938363967
29	0	1 000 000.00 p.	100	1 000 000.00 p.	0.1450	2	1.2500	153 147.94 p.	910 550.46 p.	1 063 698.39 p.	958 970.81 p.	0.958970813
30	0	3 157 580.00 p.	100	3 157 580.00 p.	0.0900	2	2.0194	484 910.86 p.	2 875 135.92 p.	3 360 046.78 p.	2 842 000.42 p.	0.900056504
31	0	2 000 000.00 p.	100	2 000 000.00 p.	0.0975	2	1.5083	248 522.13 p.	1 821 100.92 p.	2 069 623.05 p.	1 826 313.92 p.	0.913156958
32	0	1 000 000.00 p.	100	1 000 000.00 p.	0.0760	2	1.7472	112 200.52 p.	910 550.46 p.	1 022 750.98 p.	884 813.16 p.	0.884813159
33	0	2 000 000.00 p.	100	2 000 000.00 p.	0.0825	4	2.0000	278 834.86 p.	1 821 100.92 p.	2 099 935.78 p.	1 774 674.86 p.	0.88733743
34	0	3 157 580.00 p.	100	3 157 580.00 p.	0.0825	4	3.0000	660 332.54 p.	2 875 135.92 p.	3 535 468.46 p.	2 746 731.08 p.	0.869884875
35	0	3 157 580.00 p.	100	3 157 580.00 p.	0.1000	2	2.0000	533 602.05 p.	2 875 135.92 p.	3 408 737.97 p.	2 887 836.73 p.	0.914572783
36	0	3 157 580.00 p.	100	3 157 580.00 p.	0.0925	2	2.0000	493 581.90 p.	2 875 135.92 p.	3 368 717.81 p.	2 853 932.19 p.	0.903835277
37	0	315 758.00 p.	100	315 758.00 p.	0.0900	2	2.0000	48 024.18 p.	287 513.59 p.	335 537.78 p.	284 263.07 p.	0.900256108
38	0	31 575 800.00 p.	100	31 575 800.00 p.	0.0888	2	2.0000	4 735 718.21 p.	28 751 359.17 p.	33 487 077.38 p.	28 369 799.27 p.	0.898466524
39	0	3 157 580.00 p.	100	3 157 580.00 p.	0.1250	12	1.3556	452 079.52 p.	2 875 135.92 p.	3 327 215.43 p.	2 965 146.56 p.	0.939056669
40	0	31 575 800.00 p.	100	31 575 800.00 p.	0.1200	2	1.5111	4 837 991.93 p.	28 751 359.17 p.	33 589 351.11 p.	29 633 691.84 p.	0.938493778
41	0	4 736 370.00 p.	100	4 736 370.00 p.	0.0975	2	3.0194	1 178 176.65 p.	4 312 703.88 p.	5 490 880.53 p.	4 274 746.02 p.	0.902536334
42	0	3 157 580.00 p.	100	3 157 580.00 p.	0.0975	12	1.9972	519 539.41 p.	2 875 135.92 p.	3 394 675.33 p.	2 864 699.03 p.	0.907245114
43	0	3 157 580.00 p.	100	3 157 580.00 p.	0.1050	12	3.0000	840 423.23 p.	2 875 135.92 p.	3 715 559.15 p.	2 879 330.50 p.	0.911878877
44	0	3 157 580.00 p.	100	3 157 580.00 p.	0.0913	2	2.0194	491 645.74 p.	2 875 135.92 p.	3 366 781.65 p.	2 847 696.92 p.	0.901860576
45	0	3 157 580.00 p.	100	3 157 580.00 p.	0.1045	2	1.9889	554 516.29 p.	2 875 135.92 p.	3 429 652.20 p.	2 908 233.11 p.	0.921032282

46	0	3 157 580.00 p.	100	3 157 580.00 p.	0.1045	2	5.0028	1 394 809.82 p.	2 875 135.92 p.	4 269 945.74 p.	2 820 134.82 p.	0.893131707
47	0	3 157 580.00 p.	100	3 157 580.00 p.	0.0863	2	2.0333	467 902.30 p.	2 875 135.92 p.	3 343 038.22 p.	2 824 359.72 p.	0.894469726
48	0	3 157 580.00 p.	100	3 157 580.00 p.	0.0925	2	4.0000	987 163.80 p.	2 875 135.92 p.	3 862 299.71 p.	2 772 068.81 p.	0.877909288
49	0	3 157 580.00 p.	100	3 157 580.00 p.	0.1075	2	2.0056	575 215.60 p.	2 875 135.92 p.	3 450 351.52 p.	2 921 744.95 p.	0.925311456
50	0	3 157 580.00 p.	100	3 157 580.00 p.	0.0988	2	1.0000	263 466.01 p.	2 875 135.92 p.	3 138 601.93 p.	2 888 855.01 p.	0.914895273
51	1	3 157 580.00 p.	100	3 157 580.00 p.	0.1000	2	3.0306	808 555.33 p.	2 875 135.92 p.	3 683 691.25 p.	2 865 176.81 p.	0.907396427
52	1	3 157 580.00 p.	100	3 157 580.00 p.	0.0950	2	3.0222	766 015.39 p.	2 875 135.92 p.	3 641 151.31 p.	2 834 046.81 p.	0.89753761
53	1	3 157 580.00 p.	100	3 157 580.00 p.	0.1125	2	2.0833	625 314.90 p.	2 875 135.92 p.	3 500 450.82 p.	2 945 114.09 p.	0.932712422
54	0	3 157 580.00 p.	100	3 157 580.00 p.	0.0850	2	2.5000	566 952.18 p.	2 875 135.92 p.	3 442 088.10 p.	2 797 665.28 p.	0.886015645
55	0	3 157 580.00 p.	100	3 157 580.00 p.	0.0825	2	3.0444	670 115.24 p.	2 875 135.92 p.	3 545 251.16 p.	2 754 324.26 p.	0.87228962
56	0	3 157 580.00 p.	100	3 157 580.00 p.	0.1000	2	2.0333	542 495.42 p.	2 875 135.92 p.	3 417 631.34 p.	2 887 379.58 p.	0.914428005
57	1	6 315 160.00 p.	100	6 315 160.00 p.	0.0950	2	4.0000	2 027 687.80 p.	5 750 271.83 p.	7 777 959.63 p.	5 582 435.57 p.	0.883973734
58	0	3 157 580.00 p.	100	3 157 580.00 p.	0.0950	2	1.0000	253 460.97 p.	2 875 135.92 p.	3 128 596.89 p.	2 879 646.10 p.	0.911978827
59	0	3 000 000.00 p.	100	3 000 000.00 p.	0.0700	4	1.0889	193 212.84 p.	2 731 651.38 p.	2 924 864.22 p.	2 668 786.19 p.	0.889595395
60	0	31 575 800.00 p.	100	31 575 800.00 p.	0.0913	2	1.5194	3 699 177.69 p.	28 751 359.17 p.	32 450 536.87 p.	28 609 215.24 p.	0.906048786
61	0	31 575 800.00 p.	100	31 575 800.00 p.	0.0775	2	1.5000	3 101 561.92 p.	28 751 359.17 p.	31 852 921.10 p.	28 127 655.14 p.	0.890797862
62	0	3 157 580.00 p.	100	3 157 580.00 p.	0.1000	2	2.0000	533 602.05 p.	2 875 135.92 p.	3 408 737.97 p.	2 887 836.73 p.	0.914572783
63	0	3 157 580.00 p.	100	3 157 580.00 p.	0.1050	2	2.0167	564 951.17 p.	2 875 135.92 p.	3 440 087.09 p.	2 910 370.50 p.	0.921709189
64	0	1 000 000.00 p.	100	1 000 000.00 p.	0.1150	4	1.0000	97 169.72 p.	910 550.46 p.	1 007 720.18 p.	926 395.31 p.	0.926395313
65	0	3 157 580.00 p.	100	3 157 580.00 p.	0.1370	2	3.0000	1 096 552.22 p.	2 875 135.92 p.	3 971 688.13 p.	3 097 017.54 p.	0.980819976
66	0	3 157 580.00 p.	100	3 157 580.00 p.	0.0834	4	3.9861	886 957.78 p.	2 875 135.92 p.	3 762 093.69 p.	2 690 064.70 p.	0.851938731
67	0	500 000.00 p.	98.154	490 770.00 p.	0.0900	2	5.0139	190 642.78 p.	455 275.23 p.	645 918.00 p.	426 211.13 p.	0.868453922
68	0	4 736 370.00 p.	97.87	4 635 485.32 p.	0.0770	2	3.0361	935 593.38 p.	4 312 703.88 p.	5 248 297.26 p.	4 080 248.11 p.	0.880220263
69	0	5 000 000.00 p.	100	5 000 000.00 p.	0.0850	4	4.9611	1 781 562.31 p.	4 552 752.29 p.	6 334 314.60 p.	4 172 561.33 p.	0.834512267
70	1	3 157 580.00 p.	100	3 157 580.00 p.	0.1375	2	2.0222	741 855.07 p.	2 875 135.92 p.	3 616 990.99 p.	3 058 624.84 p.	0.968661076
71	0	3 157 580.00 p.	100	3 157 580.00 p.	0.2200	4	2.9167	1 711 973.25 p.	2 875 135.92 p.	4 587 109.17 p.	3 588 835.50 p.	1.136577854
72	0	5 000 000.00 p.	100	5 000 000.00 p.	0.1500	4	3.0000	1 901 146.79 p.	4 552 752.29 p.	6 453 899.08 p.	5 014 081.00 p.	1.002816201
73	0	3 157 580.00 p.	100	3 157 580.00 p.	0.1000	2	4.0028	1 067 945.22 p.	2 875 135.92 p.	3 943 081.13 p.	2 829 395.89 p.	0.896064674
74	0	6 315 160.00 p.	100	6 315 160.00 p.	0.1200	4	3.3250	2 129 072.18 p.	5 750 271.83 p.	7 879 344.02 p.	5 956 382.32 p.	0.943187871
75	0	3 157 580.00 p.	100	3 157 580.00 p.	0.0970	2	2.0333	526 220.56 p.	2 875 135.92 p.	3 401 356.47 p.	2 873 629.79 p.	0.910073471
76	0	3 157 580.00 p.	100	3 157 580.00 p.	0.1025	1	2.0000	546 942.10 p.	2 875 135.92 p.	3 422 078.02 p.	2 912 614.27 p.	0.922419787
77	0	3 157 580.00 p.	100	3 157 580.00 p.	0.0975	4	5.0194	1 305 713.10 p.	2 875 135.92 p.	4 180 849.02 p.	2 740 538.29 p.	0.867923627
78	0	3 157 580.00 p.	100	3 157 580.00 p.	0.0900	2	2.0000	480 241.85 p.	2 875 135.92 p.	3 355 377.76 p.	2 842 630.68 p.	0.900256108
79	0	3 157 580.00 p.	100	3 157 580.00 p.	0.1100	2	2.3500	689 680.65 p.	2 875 135.92 p.	3 564 816.57 p.	2 933 678.60 p.	0.929090823
80	1	3 157 580.00 p.	100	3 157 580.00 p.	0.1350	2	2.0333	732 368.82 p.	2 875 135.92 p.	3 607 504.73 p.	3 047 793.77 p.	0.965230895

81	1	4 736 370.00 p.	100	4 736 370.00 p.	0.1200	2	4.0194	1 930 305.42 p.	4 312 703.88 p.	6 243 009.30 p.	4 473 545.02 p.	0.944509195
82	1	3 157 580.00 p.	100	3 157 580.00 p.	0.1500	4	2.0000	800 403.08 p.	2 875 135.92 p.	3 675 538.99 p.	3 106 231.49 p.	0.983738018
83	1	3 157 580.00 p.	89.6	2 829 191.68 p.	0.1200	4	3.0194	966 709.05 p.	2 875 135.92 p.	3 841 844.97 p.	2 979 877.71 p.	1.053261158
84	0	3 157 580.00 p.	96.398	3 043 843.97 p.	0.1000	2	2.9806	795 215.28 p.	2 875 135.92 p.	3 670 351.20 p.	2 866 661.09 p.	0.941789763
85	0	4 736 370.00 p.	100	4 736 370.00 p.	0.1025	2	5.0194	2 059 009.12 p.	4 312 703.88 p.	6 371 713.00 p.	4 202 459.58 p.	0.887274342
86	0	3 157 580.00 p.	100	3 157 580.00 p.	0.1075	2	2.0111	576 809.00 p.	2 875 135.92 p.	3 451 944.91 p.	2 921 748.01 p.	0.925312426
87	0	31 575 800.00 p.	100	31 575 800.00 p.	0.0725	1	2.0167	3 900 853.33 p.	28 751 359.17 p.	32 652 212.50 p.	27 753 789.45 p.	0.878957602
88	0	3 157 580.00 p.	100	3 157 580.00 p.	0.1200	2	1.5083	482 909.86 p.	2 875 135.92 p.	3 358 045.77 p.	2 963 267.02 p.	0.938461422
89	0	3 157 580.00 p.	100	3 157 580.00 p.	0.0975	2	3.0194	785 451.10 p.	2 875 135.92 p.	3 660 587.02 p.	2 849 830.68 p.	0.902536334
90	1	3 157 580.00 p.	100	3 157 580.00 p.	0.1600	4	2.9917	1 277 087.58 p.	2 875 135.92 p.	4 152 223.49 p.	3 228 155.36 p.	1.022351091
91	1	3 157 580.00 p.	100	3 157 580.00 p.	0.1000	2	4.0111	1 070 168.56 p.	2 875 135.92 p.	3 945 304.48 p.	2 829 035.80 p.	0.895950633
92	1	6 315 160.00 p.	100	6 315 160.00 p.	0.1013	2	3.0083	1 625 318.50 p.	5 750 271.83 p.	7 375 590.33 p.	5 747 317.97 p.	0.910082716
93	1	3 157 580.00 p.	100	3 157 580.00 p.	0.1013	4	1.0000	270 136.04 p.	2 875 135.92 p.	3 145 271.96 p.	2 891 442.73 p.	0.915714797
94	0	3 157 580.00 p.	100	3 157 580.00 p.	0.0925	2	3.0000	740 372.85 p.	2 875 135.92 p.	3 615 508.76 p.	2 819 278.27 p.	0.892860441
95	0	2 000 000.00 p.	100	2 000 000.00 p.	0.1180	2	2.0000	398 818.35 p.	1 821 100.92 p.	2 219 919.27 p.	1 880 685.59 p.	0.940342796
96	0	3 157 580.00 p.	100	3 157 580.00 p.	0.0950	2	2.0000	506 921.95 p.	2 875 135.92 p.	3 382 057.87 p.	2 865 233.70 p.	0.907414445
97	0	3 157 580.00 p.	100	3 157 580.00 p.	0.0850	2	3.0194	684 752.24 p.	2 875 135.92 p.	3 559 888.16 p.	2 771 434.86 p.	0.877708519
98	0	2 000 000.00 p.	100	2 000 000.00 p.	0.0815	2	2.5000	344 318.81 p.	1 821 100.92 p.	2 165 419.72 p.	1 760 012.94 p.	0.880006468
99	0	3 157 580.00 p.	100	3 157 580.00 p.	0.1150	2	1.0194	312 787.15 p.	2 875 135.92 p.	3 187 923.06 p.	2 929 524.51 p.	0.927775231
100	0	31 575.80 p.	100	31 575.80 p.	0.1150	2	1.0250	3 144.92 p.	28 751.36 p.	31 896.28 p.	29 297.41 p.	0.927843796
101	0	31 575 800.00 p.	100	31 575 800.00 p.	0.0888	2	3.0111	7 129 886.85 p.	28 751 359.17 p.	35 881 246.03 p.	27 953 482.79 p.	0.885281855
102	0	31 575 800.00 p.	100	31 575 800.00 p.	0.0875	2	4.0389	9 428 822.36 p.	28 751 359.17 p.	38 180 181.53 p.	27 314 648.45 p.	0.865050084
103	0	3 157 580.00 p.	100	3 157 580.00 p.	0.0795	2	3.5139	745 319.78 p.	2 875 135.92 p.	3 620 455.70 p.	2 705 368.15 p.	0.856785306
104	0	100 000.00 p.	100	100 000.00 p.	0.1500	2	1.0000	12 674.31 p.	91 055.05 p.	103 729.36 p.	95 475.34 p.	0.954753365
105	0	3 157 580.00 p.	100	3 157 580.00 p.	0.0900	2	2.0083	482 242.85 p.	2 875 135.92 p.	3 357 378.77 p.	2 842 361.22 p.	0.900170771
106	0	3 157 580.00 p.	100	3 157 580.00 p.	0.0925	2	3.0222	745 857.09 p.	2 875 135.92 p.	3 620 993.01 p.	2 818 356.84 p.	0.892568624
107	0	31 575.80 p.	100	31 575.80 p.	0.0980	2	1.5167	3 965.55 p.	28 751.36 p.	32 716.91 p.	28 850.70 p.	0.91369664
108	0	3 157 580.00 p.	100	3 157 580.00 p.	0.0775	2	2.0250	418 710.86 p.	2 875 135.92 p.	3 293 846.78 p.	2 784 723.94 p.	0.881917144
109	0	6 315 160.00 p.	100	6 315 160.00 p.	0.1050	2	6.0056	3 364 805.60 p.	5 750 271.83 p.	9 115 077.44 p.	5 539 841.71 p.	0.877229035
												Среднее = 91,7%

Ставка рефинансирования Банка России за период с 4 ноября 2000г. по 27 февраля 2011г., %.

Период действия	%	Нормативный документ
1 июня 2010 г. — 27 февраля 2011 г.	7.75	Указание Банка России от 31.05.2010 № 2450-У «О размере ставки рефинансирования Банка России»
30 апреля 2010 г. — 31 мая 2010 г.	8.00	Указание Банка России от 29.04.2010 № 2439-У «О размере ставки рефинансирования Банка России»
29 марта 2010 г. — 29 апреля 2010 г.	8.25	Указание Банка России от 26.03.2010 № 2415-У «О размере ставки рефинансирования Банка России»
24 февраля 2010 г. — 28 марта 2010 г.	8.50	Указание Банка России от 19.02.2010 № 2399-У «О размере ставки рефинансирования Банка России»
28 декабря 2009 г. — 23 февраля 2010 г.	8.75	Указание Банка России от 25.12.2009 № 2369-У «О размере ставки рефинансирования Банка России»
25 ноября 2009 г. — 27 декабря 2009 г.	9.00	Указание Банка России от 24.11.2009 № 2336-У «О размере ставки рефинансирования Банка России»
30 октября 2009 г. — 24 ноября 2009 г.	9.50	Указание Банка России от 29.10.2009 № 2313-У «О размере ставки рефинансирования Банка России»
30 сентября 2009 г. — 29 октября 2009 г.	10.00	Указание Банка России от 29.09.2009 № 2299-У «О размере ставки рефинансирования Банка России»
15 сентября 2009 г. — 29 сентября 2009 г.	10.50	Указание Банка России от 14.09.2009 № 2287-У «О размере ставки рефинансирования Банка России»
10 августа 2009 г. — 14 сентября 2009 г.	10.75	Указание Банка России от 07.08.2009 № 2270-У «О размере ставки рефинансирования Банка России»
13 июля 2009 г. — 9 августа 2009 г.	11.00	Указание Банка России от 10.07.2009 № 2259-У «О размере ставки рефинансирования Банка России»
5 июня 2009 г. — 12 июля 2009 г.	11.50	Указание Банка России от 04.06.2009 № 2247-У «О размере ставки рефинансирования Банка России»
14 мая 2009 г. — 4 июня 2009 г.	12.00	Указание Банка России от 13.05.2009 № 2230-У «О размере ставки рефинансирования Банка России»
24 апреля 2009 г. — 13 мая 2009 г.	12.50	Указание Банка России от 23.04.2009 № 2222-У «О размере ставки рефинансирования Банка России»
1 декабря 2008 г. — 23 апреля 2009 г.	13.00	Указание Банка России от 28.11.2008 № 2135-У «О размере ставки рефинансирования Банка России»
12 ноября 2008 г. — 30 ноября 2008 г.	12.00	Указание Банка России от 11.11.2008 № 2123-У «О размере ставки рефинансирования Банка России»
14 июля 2008 г. — 11 ноября 2008 г.	11.00	Указание Банка России от 11.07.2008 № 2037-У «О размере ставки рефинансирования Банка России»
10 июня 2008 г. — 13 июля 2008 г.	10.75	Указание Банка России от 09.06.2008 № 2022-У «О размере ставки рефинансирования Банка России»
29 апреля 2008 г. — 9 июня 2008 г.	10.50	Указание Банка России от 28.04.2008 № 1997-У «О размере ставки рефинансирования Банка России»
4 февраля 2008 г. — 28 апреля 2008 г.	10.25	Указание Банка России от 01.02.2008 № 1975-У «О размере ставки рефинансирования Банка России»
19 июня 2007 г. — 3 февраля 2008 г.	10.00	Телеграмма Банка России от 18.06.2007 № 1839-У
29 января 2007 г. — 18 июня 2007 г.	10.50	Телеграмма Банка России от 26.01.2007 № 1788-У
23 октября 2006 г. — 28 января 2007 г.	11.00	Телеграмма Банка России от 20.10.2006 № 1734-У
26 июня 2006 г. — 22 октября 2006 г.	11.50	Телеграмма Банка России от 23.06.2006 № 1696-У
26 декабря 2005 г. — 25 июня 2006 г.	12.00	Телеграмма Банка России от 23.12.2005 № 1643-У
15 июня 2004 г. — 25 декабря 2005 г.	13.00	Телеграмма Банка России от 11.06.2004 № 1443-У
15 января 2004 г. — 14 июня 2004 г.	14.00	Телеграмма Банка России от 14.01.2004 № 1372-У
21 июня 2003 г. — 14 января 2004 г.	16.00	Телеграмма Банка России от 20.06.2003 № 1296-У
17 февраля 2003 г. — 20 июня 2003 г.	18.00	Телеграмма Банка России от 14.02.2003 № 1250-У
7 августа 2002 г. — 16 февраля 2003 г.	21.00	Телеграмма Банка России от 06.08.2002 № 1185-У

9 апреля 2002 г. — 6 августа 2002 г.	23.00	Телеграмма Банка России от 08.04.2002 № 1133-У
4 ноября 2000 г. — 8 апреля 2002 г.	25.00	Телеграмма Банка России от 03.11.2000 № 855-У
Средняя ставка за период*	12.203125	

*Расчетное значение.

Источник: Ставка рефинансирования Центрального банка Российской Федерации // Интернет-сайт Центрального Банка Российской Федерации. URL:
http://www.cbr.ru/pw.aspx?file=/statistics/credit_statistics/refinancing_rates.htm.