

**А. Б. БЕЛОЦЕРКОВСКИЙ, С. С. МИРОШНИК**

## **ЕВРООБЛИГАЦИИ В ПРОЦЕССЕ РАЗВИТИЯ ЕВРОПЕЙСКОЙ ИНТЕГРАЦИИ**

В данной статье в контексте процесса европейской интеграции рассматриваются различные актуальные вопросы, касающиеся зарождения и развития еврооблигаций. Особое внимание уделено роли и значению суверенных еврооблигаций стран еврозоны как индикатора состояния экономики в период глобального финансово-экономического кризиса.

**Ключевые слова:** еврооблигации, финансово-экономический кризис, европейская интеграция, еврозона.

**Введение.** Исторически зарождение рынка еврооблигаций относится к концу 50-х – началу 60-х гг. XX в. Бурное развитие рынок еврооблигаций получил в конце 1960-х – начале 1970-х гг. как реакция участников финансовых рынков на законодательные ограничения, введенные правительством США на вывоз капитала, привлечение иностранными эмитентами средств на американском фондовом рынке и ужесточение налогового режима. Это послужило непосредственным толчком к перемещению финансовых операций с американского фондового рынка на европейский рынок. Развитию рынка еврооблигаций способствовали также и такие факторы, как мягкая система регулирования, возможность страхования от валютных рисков, стремление инвесторов к приобретению высококачественных ценных бумаг. Регулирование рынка еврооблигаций отличается высокой степенью либеральности, что обусловлено международным характером облигаций, которые выпускаются и обращаются сразу в нескольких странах. Ни одно из государств, где выпускаются еврооблигации, не вправе требовать соблюдения законодательных норм, принятых в данной конкретной стране. Поэтому существует межнациональный орган регулирования рынка еврооблигаций, созданный еще в 1969 г. самими участниками последнего, – Ассоциация участников международного рынка ценных бумаг (ISMA). ISMA является саморегулируемой организацией, ее решения не носят директивного характера, а являются рекомендательными для участников рынка. При этом практически все члены Ассоциации предпочитают соблюдать рекомендательные правила, которые упорядочивают рынок, обеспечивают его ликвидность, делают привлекательным как для эмитентов, так и инвесторов. Одним из итогов данного процесса стало решение Европейской комиссии о введении единой европейской лицензии для финансовых учреждений, о контроле со стороны национальных органов, об открытии границ и минимально необходимом уровне гармонизации законодательства. За основу сначала был взят принцип доминирования национального законодательства с той оговоркой, что иностранные субъекты должны иметь на национальном рынке такие же права, как и местные субъекты. Впервые этот принцип был использован во Второй банковской директиве (Secondbankingcoordinationdirective) 1, принятой в 1989 г. и введенной в действие в 1993 г. Регулирование деятельности банков на финансовых

рынках предполагает единую банковскую лицензию и контроль со стороны органов государства происхождения банка. Все кредитные учреждения, получившие лицензию в одной из стран ЕС, могут открывать банковские отделения и предоставлять услуги во всех остальных странах ЕС без специального разрешения. В ЕС принята модель универсального банка, которая предполагает возможность совершения банками инвестиционных операций (торговлю ценными бумагами, андеррайдинг ценных бумаг, управление портфелем ценных бумаг) и оставляет за национальными регулирующими органами вопросы контроля, включая контроль за структурой собственности банков и их взаимоотношениями с компаниями.[2]

**Анализ последних исследований и литературы.** Существуют различные трактовки понятия «еврооблигации». Этот вопрос является не столько дискуссионным, сколько многогранным. Различные авторы выделяют разные их особенности. У. Шарп, например, подходит термину в общем его понимании. «Термин еврооблигации в широком смысле применяется для облигации, размещаемых за пределами как страны заемщика, так и страны, в валюте которой указан номинал» [6].

В словаре Я. М. Миркина дается определение, акцентирующее внимание на валюте выпуска и рынка: Еврооблигация – (облигация номинал которой выражен в иной валюте, чем денежная единица страны, где она была выпущена. Размещается на международных рынках) [5].

При всем многообразии подходов к определению существует официальный документ, в котором прописаны основные признаки, по которым ценную бумагу можно относить к еврооблигациям. Этим документом является директива CouncilDirective 89/298/ЕЕС, выпущенная в Люксембурге 17 апреля 1989 года. В соответствии с ней евробумаги относятся к группе transferablesecurities, имеющей ряд обязательных признаков:

Выпущены на рынок синдикатом из двух участников ( по меньшей мере ) из разных стран

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

Доступны только через кредитные и финансовые учреждения.

Таким образом мы видим здесь акцент на участниках рынка, осуществляющих выпуск новых бумаг и последующем механизме торговли

евробондами.[7]

Цель статьи – изучение механизма формирования еврооблигаций в банковской сфере.

**Результаты исследования.** В целом, рынок ценных бумаг ЕС регулируется на трех уровнях законодательства:

1) первичного законодательства, в частности учредительных договоров, положения которых имеют прямое действие на территории всех стран ЕС;

2) вторичного законодательства, к которому относятся директивы, различные регламенты, изданные системообразующими институтами ЕС;

3) национального законодательства стран ЕС.

Акты первичного и вторичного правовых уровней относятся к области интеграционного законодательства ЕС. Если какие-то вопросы не урегулированы интеграционным законодательством, то они регулируются странами на национальном уровне. На уровне первичного законодательства (к которому, в частности, относится Договор о создании Европейского экономического сообщества, Лиссабонский договор и другие базовые документы) не содержится прямых установлений, касающихся рынка ценных бумаг. Интеграционное регулирование данной сферы в основном осуществляется посредством директив. Деятельность компаний по ценным бумагам, в том числе оперирующих еврооблигациями, сначала регулировалась Директивой об инвестиционных услугах (ISD – *Investment services directive*), регламентировавшей введение единого паспорта, что давало возможность компании по ценным бумагам, зарегистрированной в любом из государств ЕС, иметь доступ на рынок всех остальных стран Сообщества. Отличительной чертой рынка еврооблигаций является то, что в качестве эмитентов выступают надежные заемщики, чья репутация и кредитоспособность не вызывают сомнений. Только в этом случае есть гарантия размещения облигационного выпуска. Для выхода на этот рынок необходим рейтинг. Высокий рейтинг не является абсолютно обязательным условием размещения займа, но позволяет удешевить заем, установив более низкую процентную ставку. [3] К числу самых известных и крупных рейтинговых компаний, работающих в данной сфере, относятся *Standart&Poor's*, *Moody's* и *Fitch*. Рейтинговые агентства сейчас представляют собой неотъемлемую часть инфраструктуры рынка. Это, по сути, профессиональные консультанты или посредники, оценивающие кредитные риски и качество кредита. Рейтинговые компании в определенной степени способствуют преодолению асимметрии информации, существующей между эмитентами и инвесторами.

Вместе с тем, в период мирового финансово-экономического кризиса, который начался в 2007 г., деятельность рейтинговых компаний подверглась масштабной критике. Дело в том, что функционирование рейтинговых агентств, по сути, сводилось к циклическому воздействию, усиливавшему восходящие и нисходящие колебания на финансовых рынках. В ходе расследования деятельности кредитных рейтинговых агентств в период финансово-экономического кризиса американская Комиссия по ценным бумагам и биржам (*Securities and Exchange Commission*) установила, что эти компании неадекватно управляли конфликтом интересов и нарушали внутренние процедуры, присваивая высокие рейтинги ипотечным облигациям. Европейский орган по надзору за рынком ценных бумаг (*ESMA*) призвал *Standard&Poor's*, *Moody's* и *Fitch* соблюдать правила, установленные для рейтинговых агентств в Европе.[1] В отличие от США, где требования к агентствам довольно размыты, в ЕС они являются более жесткими. Поэтому *ESMA* считает, что системы надзора за агентствами в Европе и в США не соответствуют друг другу. Институциональные инвесторы играют большую роль в большинстве сделок на рынке еврооблигаций. Вместе с тем, в ЕС сильное влияние имеют также и розничные инвесторы. К этой категории относятся частные лица, располагающие значительным состоянием, а также относительно небольшие финансовые институты. Формы работы на рынке розничных инвесторов отличаются от деятельности институциональных инвесторов. В частности, они склонны приобретать хорошо известные типы облигаций с высоким уровнем рейтинга. Выпуски ценных бумаг, приобретаемых розничными инвесторами, менее ликвидны, однако отличаются большей устойчивостью котировок как при росте, так и при падении рынка. Считается, что суверенные еврооблигации служат важным рыночным индикатором состояния экономики, и это наглядно проявилось в период мирового финансово-экономического кризиса. В частности, ключевой параметр в этом отношении – доходность 10-летних государственных облигаций. Сигналом о возможном кризисе неплатежеспособности страны считается преодоление 7 % уровня доходности. Данные о кредитных рейтингах стран еврозоны и доходности их 10-летних гособлигаций 2012 г. свидетельствуют, что государственные облигации Германии в настоящее время имеют очень низкую доходность, самым сильным недоверием инвесторов пользуется Греция.

Таблица 1 - Кредитные рейтинги стран еврозоны и доходность гособлигаций

Страна	Moody's	S&P	Fitch	Инвестиционный уровень	Доходность 10-летних гособлигаций, %
Австрия	Aaa	AA+	AAA	Инвестиционный уровень	2,04
Финляндия	Aaa	AAA	AAA		1,23
Франция	Aaa	AA+	AAA		2,34
Германия	Aaa	AAA	AAA		1,32
Люксембург	Aaa	AAA	AAA		н.д.
Нидерланды	Aaa	AAA	AAA		1,69
Бельгия	Aa3	AA	AA		2,72
Эстония	A1	AA-	A+		н.д.
Словакия	A2	A	A+		3,43
Мальта	A3	A-	A+		н.д.
Словения	A2	A+	A		6,12
Италия	A3	BBB+	A-		5,92
Ирландия	Ba1	BBB+	BBB+		6,32
Испания	Baa3	BBB+	BBB		6,76
Кипр	Ba3	BB+	BB+	Спекулятивный (мусорный) уровень	13,46
Португалия	Ba3	BB	Отозван		10,26
Греция	C	CCC	CCC		25,16

Соответственно, обсуждаемое в ЕС предложение о введении единых еврооблигаций означает, что Германии в этом случае придется привлекать средства в свою экономику по более высокой цене. К тому же единые облигации лишат правительства проблемных стран стимула сокращать дефицит бюджета и следовать финансовой дисциплине, так как их долги станут частью долга всей Европы, поскольку будут заложены в общие долговые инструменты. Не случайно наиболее активно за введение единых еврооблигаций выступают самые проблемные страны: Греция, Италия, Португалия, Испания, – а самым жестким противником является Германия, которая полагает, что единые облигации еврозоны не смогут принципиальным образом решить проблему долгового кризиса, но при этом снизят мотивацию для проведения программ строгой экономии.

Со своей стороны, Европейский центральный банк (ЕЦБ) в период глобального финансово-экономического кризиса стал периодически покупать государственные бумаги проблемных стран еврозоны в рамках системы мероприятий SMP (SecuritiesMarketsProgramme), которые были инициированы в мае 2010 г. Это делается для снижения доходности государственных облигаций кризисных стран и снятия напряжения с рынков. В частности, в рамках первого этапа SMP ЕЦБ приобрел бумаги Греции, Ирландии и Португалии. В августе 2011 г. ЕЦБ приступил к интервенциям на рынках гособлигаций Италии и Испании, которые также начали серьезно страдать от недоверия инвесторов.[4]

#### Выводы:

1) Суверенные еврооблигации являются важным рыночным индикатором процесса европейской интеграции и состояния экономики в странах

еврозоны, что, в частности, наглядно проявилось в период мирового финансово-экономического кризиса.

2) На рынке еврооблигаций актуальными и очень острыми проблемами являются:

а) соблюдение должного баланса в заимствованиях посредством эмиссии государственных облигаций с показателями реального экономического роста в странах ЕС;

б) в случае нарушения равновесия, диспропорционального увеличения отдельными странами эмиссии и размеров долговых обязательств возникает угроза повышения нагрузки на бюджеты разных уровней, что приводит к существенному бюджетному дефициту и нехватке средств на выполнение государственных обязательств.

**Список литературы:** 1. Саркисян А. Международный рынок капитала: современные тенденции и перспективы / А. Саркисян // Финансы и кредит. – 2006. – № 22. – С. 31–38. 2. Международный финансовый рынок: учеб. пособие / под ред. В.А. Слепова, Е.А. Звоновой. – М.: Магистр, 2007. – 543 с. 3. Первая за 12 лет эмиссия российских еврооблигаций [Электронный ресурс] // Вслух.ру. – 2010. – 22 апр. – Режим доступа: <http://www.vsluh.ru/news/economics/199394.html>. – Загл. с экрана. 4. Рублевые Евробонды на внешнем рынке [Электронный ресурс] // ConsultManagement: офиц. сайт. – Режим доступа : <http://c-mt.ru/> (дата обращения: 19.04.2011). – Загл. с экрана. 5. Миркин, Я. М. Англо-русский толковый словарь по банковскому делу, инвестициям и финансовым рынкам. Свыше 10 000 терминов/ Я.М. Миркин, В.Я.Миркин. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2006 - 424с. 6. Шарп, У. Инвестиции: пер. с англ. /У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бэйли. - М.: ИНФРА-М,2010.- 1028с. 7. Council Directive of 17 April 1989- <http://www.legalextext/ee/text/en/T1018.htm>

**Bibliography (transliterated):** 1. Sarkisyan, A. "Mezhdunarodny capital market: current trends and prospects" Finances and Credit. No. 22.2006. 31-38. Print. 2. Slepova, V. A.and E. A.Zvonova. International financial market: ucheb. posob. Moscow: Magistr, 2007. Print. 3. The first 12 years of the Russian Eurobond issue [electronic resource] // Vsluh.ru. - 2010. - 22 April. - Access: <http://www.vsluh.ru/news/economics/199394.html>. - Caps. from the screen. 4. Ruble Eurobonds on foreign markets [electronic resource] // Consult Management: official. site. - Access: <http://c-mt.ru/> (date-treatment: 19.04.2011). - Caps. from the

screen. **5.** *Mirkin, YM* English-Russian Dictionary of banking, investment and financial markets. Over 10 000 terms / YM Mirkin, V.Ya.Mirkin. М.: Alpina Business Books, 2006 -424s. **6.** *Sharp, D* Investments: lane. from English. / V. Sharp, G. Alexander, George.

Вейлі.- М.: INFRA-M, 2010.- 1028s. **7.** Council Directive of 17 April 1989- <http://www.legaltext/ee/text/en/T1018.htm>

Поступила (received) 05.02.2015

*Сведения об авторах / About the authors*

**Белоцерковский Александр Борисович** – кандидат технических наук, доцент, Национальный технический университет «Харьковский политехнический институт», доцент кафедры менеджмента внешнеэкономической деятельности и финансов; тел.:(097) 165-17-28; e-mail: belocerk@mail.ru.

**Bilotserkiy Olexandr Borisovich** – Candidate of Technical Sciences (Ph. D.), Docent, National Technica University "Kharkiv Polytechnic Institute", Associate Professor at the Department of Foreign-economic Activity and Finances; tel.: (050) 999-79-65; e-mail: belocerk@mail.ru.

**Мирошник Светлана Сергеевна** – магистр, Национальный технический университет «Харьковский политехнический институт»; тел.:(095)030-38-81; e-mail:miroshnik-1992@mail.ru.

**Miroshnik Svetlana Sergeevna**- master, National Technical University "Kharkiv Polytechnic Institute"; tel.:(095)030-38-81; e-mail:miroshnik-1992@mail.ru.