СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ

1. РЫНОК ЕВРООБЛИГАЦИЙ\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_4

* 1. Международные ценные бумаги\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_**4**
	2. История развития рынка еврооблигаций\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_**5**
1. ВИДЫ ЕВРООБЛИГАЦИЙ\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_**7**
2. ОБЪЕМ РЫНКА И СТОИМОСТЬ ЗАИМСТВОВАНИЯ\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_**9**
3. УЧАСТНИКИ РЫНКА ЕВРООБЛИГАЦИЙ. КРЕДИТНЫЙ РЕЙТИНГ\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_**10**
4. МЕТОДЫ ЭМИССИИ И ТИПИЧНАЯ СХЕМА ЗАЙМА\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_**12**
5. ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК ЕВРООБЛИГАЦИЙ\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_**15**
6. РАЗМЕЩЕНИЕ ФЕДЕРАЛЬНЫХ И МУНИЦИПАЛЬНЫХ

 ЕВРООБЛИГАЦИЙ В РОССИИ\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_**18**

ЗАКЛЮЧЕНИЕ\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_**22**

 СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_24

ПРИЛОЖЕНИЕ 1\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_25

ПРИЛОЖЕНИЕ 2\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_26

ПРИЛОЖЕНИЕ 3\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_27

ПРИЛОЖЕНИЕ 4\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_28

ПРИЛОЖЕНИЕ 5\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_29

ВВЕДЕНИЕ

Одними из наиболее недавно появившихся инструментов на рынке государственных ценных бумаг являются еврооблигации. В последнее время объемы сделок на рынке еврооблигаций невероятно быстро увеличиваются. Неудивительно поэтому, что и российские федеральные и муниципальные власти, а также предприятия стали сильно интересоваться рынком еврооблигаций, как одним из возможных факторов привлечения капитала. Расскажем об этом рынке поподробнее.

Начиная с 1985 года (начала "горбачевской" перестройки и перехода на демократию и рыночные отношения) экономическое положение страны стало постепенно ухудшаться, и, в результате, экономика Советского Союза оказалась в трудном положении. Нехватка товаров, постоянно растущая инфляция, падение доходов населения, обесценивание денег и, в результате, недоверие населения правительству стали причинами экономического кризиса и многих социальных проблем. При постоянной нехватке денег в казне, советское правительство стало просить деньги у мировых финансово-кредитных институтов (таких, как Международный Валютный Фонд, Международный и Европейский Банки Реконструкции и Развития, Лондонский и Парижский клубы кредиторов), а также у ряда отдельных банков и государств. Таким образом, только в 1990-1991 годах, Советский Союз в лице министра финансов СССР В. Павлова взял кредитов на общую сумму около 40 млрд. $, скорее всего, не думая о возвращении. В основном, эти деньги были необходимы для финансирования бюджета. Кредитование целиком российской экономики продолжалось вплоть до 1994 года, естественно, в более мелких размерах - около 5 млрд. $ в год. Однако затем иностранные инвесторы стали давать деньги только под определенные проекты (строительство, разработка месторождений и т.д.). Финансировать же дефицит бюджета Минфин стал за счет выпусков собственных ценных бумаг - облигационных займов после удачного выпуска в Нижегородской области так называемых "немцовок". Так появились первые серии ГКО и ОФЗ (Государственные Краткосрочные Облигации и Облигации Федерального Займа). Их доходность была достаточно велика и привлекала немалые средства. Параллельно с бумагами федерального значения, многие регионы России стали выпускать собственные бумаги. Так, по данным на март 1997 года, из 89 субъектов федерации, эмиссию своих ценных бумаг осуществили 60. Наиболее отличились Московская, Свердловская (по 8) и Нижегородская (6 выпусков) области. Для того, чтобы расширить круг покупателей, Минфин выпустил Облигации Государственного Сберегательного Займа (ОГСЗ) - в основном для физических лиц, так как номиналы этих ценных бумаг очень удобны для населения - 100.000 и 500.000 неденоминированных рублей. Все выпущенные бумаги привлекают достаточно много денег, однако цена их была довольно высока и неудобна Правительству. С целью снижения доходности бумаг Минфин решил сделать новый шаг в истории российских заимствований - выйти со своими бумагами на внешний финансовый рынок ценных бумаг, на еврорынок. Последний раз Правительство в лице тогда ещё Внешэкономбанка СССР осуществило размещение займа на 75 млрд. итальянских лир лишь в начале 1990 года и больше со своими бумагами не появлялось.

**1. Рынок еврооблигациЙ**

Строго говоря, еврорынок (euromarket) - понятие условное. Большинство сделок проводится на нем через финансовые центры Лондона (на него приходится около трех четвертей вторичного рынка еврооблигаций), Гонконга, Сингапура, ряда стран Карибского бассейна, а также, в меньшей степени, Нью-Йорка и Токио. Чтобы дать представление о возможностях этого рынка, достаточно сказать, что объем сделок на нем со всеми видами долговых обязательств превышает 1,2 трлн. $ в квартал - это на порядок выше, чем на рынке любой страны. Иными словами, здесь можно найти деньги под самый дорогой проект. Неудивительно поэтому, что 95% всех синдицированных кредитов предоставлено именно через еврорынок. И низкий уровень ставок как раз и является следствием огромного роста операций и участников. Своим развитием еврорынок обязан, в конечном счете, тому, что практически во всех странах существуют ограничения на операции на финансовом рынке, причем не только на уровень процентных ставок. Скажем, в 1957 году в США были ограничены иностранные инвестиции. А в Великобритании некоторое время существовал запрет на использование кредитов в фунтах стерлингов для финансирования торговли между другими странами. Чтобы обойти неудобные законы, финансисты и выходят на еврорынок. К тому же, часто это единственный способ снизить страновые риски. В период гиперинфляции после второй мировой войны, например, немецкие финансовые институты вели сделки чуть ли не исключительно в долларах и фунтах стерлингов. Да и в России еще совсем недавно - в условиях ещё весьма высокой инфляции - основной валютой при расчетах был американский доллар.

Помимо огромной емкости, еврорынок привлекателен ещё и тем, что позволяет эмитентам снижать издержки за счет проведения арбитражных операций, использования различий в валютных курсах, в процентных ставках, а также за счет налоговых льгот. Ряд финансовых центров еврорынка - оффшоры. Кстати, японские банки почти все выпуски среднесрочных еврооблигаций осуществляли в 1995 году именно через них.

Наконец, важным достоинством еврорынка считается то, что работать на нем можно круглые сутки. Когда в Японии работа подходит к концу, в Лондоне она в самом разгаре, а в Нью-Йорке ещё только начинается.

* 1. ****Международные ценные бумаги****

По устоявшейся терминологии облигации, размещаемые на зарубежных рынках именуются международными - ***international bonds***.

В свою очередь международные облигации делятся на еврооблигации - ***eurobonds*** и зарубежные облигации - ***foreigh bonds***.

Еврооблигации - ценные бумаги, выпущенные в валюте, являющейся иностранной для эмитента (как правило), размещаемые с помощью международного синдиката андеррайтеров среди зарубежных инвесторов, для которых данная валюта также, как правило, является иностранной.

Приставка "евро" в настоящее время - дань традиции, поскольку первые еврооблигации появились в Европе, торговля ими осуществляется в основном там же.

Разновидностью еврооблигаций являются облигации "драгон" - ***dragon bonds*** - евродолларовые облигации, размещенные на азиатском (в первую очередь, японском) рынке и имеющие листинг на какой-либо азиатской бирже, обычно в Сингапуре или Гонконге.

Зарубежные облигации - выпущенные и размещаемые эмитентом в каком-либо иностранном государстве в валюте данной страны с помощью синдиката андеррайтеров из данной страны в валюте стран размещения займов (так называемые облигации "янки" - ***yankee bonds*** в США; "самурай" - ***samurai bonds***, "шибосай" - ***shibosai bonds***, "даймио" - ***daimyo bonds***, "шагун" - ***shogun bonds*** в Японии; "бульдог" - ***bulldog bonds*** в Англии; "Рембрандт" - ***Rembrandt bonds*** в Голландии; "матадор" - ***matador bonds*** в Испании; "кенгуру" - ***kangaroo bonds*** в Австралии.

Чем отличаются зарубежные облигации от обыкновенных "внутренних"? Как правило, отличия касаются режима налогообложения, методики размещения, объему предоставления информации. Могут существовать ограничения на круг потенциальных покупателей.

К числу международных облигаций относятся так называемые глобальные облигации - ***global bonds*** (облигации, размещаемые одновременно на рынке еврооблигаций и на одном или нескольких национальных рынках) и параллельные облигации - ***parallel bonds*** (облигации одного выпуска, размещаемые одновременно в нескольких странах в валюте этих стран).

Термин "международные облигации" употребляется в широком и узком значениях. В широком значении в это понятие входят все основные долговые инструменты, размещаемые на зарубежных рынках, то есть, это долгосрочные долговые инструменты или, собственно, облигации (***bonds***), и среднесрочные долговые инструменты (***notes***). Краткосрочные инструменты - депозитные сертификаты и коммерческие бумаги - в это понятие не входят. В узком значении под международными облигациями понимают именно долгосрочные инструменты - bonds.

Следует иметь в виду достаточную условность различий между средне- и долгосрочными облигациями. Последние зачастую ничем не отличаются от первых даже по срокам. Отличие нередко лишь в названии, а также, обычно, имеющие плавающие процентные ставки (***floating rate***), в то время, как облигации в настоящее время - инструменты с фиксированной процентной ставкой (опять же возможны исключения).

Долгосрочные, среднесрочные и краткосрочные долговые обязательства, а также акции, размещаемые на международных рынках, дают понятие ***евробумаги***.

**1.2. История развития рынка еврооблигаций**

Согласно наиболее распространенной точке зрения, первый выпуск еврооблигаций был осуществлен итальянской компанией по строительству дорог ***Autostrade*** в июле 1963 года. Всего было выпущено 60.000 облигаций номиналом $250. По каждой облигации ежегодно 15 июля выплачивался фиксированный процентный доход в размере 5,5%. Лид-менеджерами займа стал английский торговый банк (***merchant bank***) S.G.Warburg & Co., менеджерами (***co-managers***) - Banque de Bruxelles S.A., Deutsche Bank A.G., Rotterdamsche Bank N.V.. Листинг был получен на Лондонской фондовой бирже.

Появление еврооблигаций связано, очевидно, в первую очередь с интернационализацией хозяйственной жизни и необходимостью обеспечить финансовые потребности транснациональных корпораций. Толчком к развитию этого послужили ограничения, введенные администрацией Джона Кеннеди в 1963 году на использование иностранными заемщиками рынка капиталов США.

За период 1946-1963 гг. иностранные заемщики разместили в США облигации в долларах США на сумму 14 млрд. долларов (так называемые Yankee Bonds).

Несмотря на организационные сложности, связанные с организацией этих выпусков в ***Комиссии по ценным бумагам и биржам США***, иностранные заемщики охотно шли на это, поскольку процентные ставки в США были ниже, чем в Европе.

Чтобы приостановить утечку капитала за рубеж, 18 июня 1963 года США ввели специальный уравнительный налог на прибыль (***Interest Equalizatio Tax***), который закрыл американский рынок для иностранных инвесторов, поскольку увеличил стоимость кредита на 1%. В 1967 году налог был увеличен до 1,5% (отмена этого налога произошла лишь в 1974 году).

Но при этом потребность в доступе к источнику капитала осталась, и в итоге она была удовлетворена за счет выпуска именно еврооблигаций.

Первые выпуски были ориентированы на богатых частных инвесторов на континенте и швейцарских банков (Существует расхожая точка зрения, что первыми инвесторами еврооблигаций были бельгийские дантисты, стремившиеся путем покупки этих еврооблигаций избежать уплаты налогов, также диктаторы различных мастей. В настоящее время понятие "бельгийских дантистов" стало нарицательных, под ним понимают богатых индивидуумов - инвесторов еврооблигаций).

Второй толчок к развитию рынка еврооблигаций дала война во Вьетнаме и вызванные ею ограничения. В феврале 1965 года президент Л.Джонсон объявил о программе добровольных ограничений на вывоз капитала (***Voluntary Restraint Program***). Дочерние компании американских ТНК поощрялись к мобилизации средств на европейских рынках. В январе 1968 года кабинет Джонсона ввёл прямые ограничения на инвестиции за пределы США.

С этого момента начинается период бурного роста рынка еврооблигаций и появление необходимой инфраструктуры. В 1968 году американский банк ***Morgan Guaranty*** создает клиринговый центр по торговле еврооблигациями ***Euroclear***, в 1970 году возникает его основной конкурент ***Cedel***. В 1969 году крупнейшие операторы на рынке еврооблигаций образуют собственную саморегулируемую организацию - Ассоциацию международных облигационных дилеров (***Association of International Bond Dealers***). В 90-х она была переименована в Ассоциацию участников международных фондовых рынков (***ISMA - International Securities Markets Association***).

Упразднение ограничений на вывоз капитала в 70-е годы уже никак не отразилось на рынке еврооблигаций, он продолжал развиваться ускоренными темпами. Очередной толчок его развития дал мировой долговой кризис начала 80-х годов.

Отказ правительства Мексики (август 1982 г.), а вслед за ним Бразилии, Аргентины и ряда других стран выполнять условия международных займов привел к мировому долговому кризису, который был преодолен частично за счет крупных потерь кредиторов, частично за счет переоформления задолженности в ценные бумаги (секьюритизация долгов). Синдицированный заем как метод привлечения финансовых ресурсов на международном рынке с тех пор потерял значение, и его место занял выпуск еврооблигаций. В середине 1990-х годов на еврооблигации приходилось около 2/3 ссудных капиталов, полученных на международных рынках.

1. **Виды еврооблигаций**

Общее количество обращающихся на рынке евробумаг (включая краткосрочные) превышало в 1995 году 40.000, а ежедневный оборот торговли превышал 21 млрд.долларов.

Типичная еврооблигация - предъявительская ценная бумага в форме сертификата с фиксированной процентной ставкой, по которой доход выплачивается один раз путём предъявления купонов к оплате, или погашение производится в конце срока единовременным платежом или в течение определенного срока из фонда погашения. Вместе с тем, из всех рынков ценных бумаг, рынок еврооблигаций отличается наибольшим разнообразием инструментов. Здесь можно встретить самые различные по своей конструкции ценные бумаги, порой весьма экзотические.

**Различия по способу выплаты дохода:**

1. Облигации с фиксированной процентной ставкой - ***Fixed Rate Bond***.
2. Облигации с нулевым купоном - ***Zero Coupon Bond***.

***Capital Growth Bond***. Цена размещения равна номиналу, а погашение производится по более высокой цене. Например, в 1985 году Deutsche Bank Finance N.V. выпустил облигации, которые были погашены в 1985 году по цене, равной 287% от лицевой стоимости.

***Deep Discount Bond***. Облигации с глубоким дисконтом, то есть продающаяся по цене, значительно ниже, чем цена погашения. Например, в январе 1997 года Мировой банк разместил облигации с нулевым купоном в итальянских лирах с погашением в феврале 2007 года по цене 51,70% к номиналу, что дает доходность в 6,820% годовых.

1. Облигации с плавающей процентной ставкой - ***Floating Rate Note (FRN's)***.

Эти инструменты представляют собой средне- и долгосрочные облигации с изменяющейся процентной ставкой, которая периодически корректируется. Процентная ставка объявляется в начале купонного периода, как правило, это квартал. Процентная ставка обычно фиксируется в виде надбавке или спрэд к ставке LIBOR. Иногда в качестве базы берется доходность по казначейским векселям (Treasure bills) США . Процентный доход выплачивается в конце каждого процентного периода. Как правило, это среднесрочные инструменты, однако известен случай размещения облигаций (нот) на 40 лет (облигации с плавающей процентной ставкой правительства Швеции 1984 года с погашением в 2024 году) или "вечные" облигации английского банка National Westminster Bank (NatWest's FRN's never mature). Например, в 1996 году Китай осуществил выпуск столетней облигации. Также собираются выпустить подобные облигации Малайзия, Таиланд, Южная Корея.

Различия по способу погашения:

1. ***Bond with Call Option*** - облигации с опционом на покупку.

Эмитент имеет право досрочного погашения облигации в заранее установленные моменты времени.

1. ***Bond with Put Option*** - облигации с опционом на продажу.

Инвестор вправе досрочно предъявить облигации к погашению в заранее установленные промежутки времени

1. ***Restractable Bond (Bond with Put and Call Option)*** - облигации с опционами на продажу и на покупку

Облигация, имеющая черты двух приведенных выше, то есть облигация с правом досрочного погашения, предоставляемым как эмитенту, так и инвестору.

1. ***Bullet Bond*** - облигации без права досрочного отзыва эмитентом, погашаемая полностью в момент истечения срока действия.
2. ***Sinking Fund Bond*** - облигация с фондом погашения.

Эмитент делает регулярные отчисления на специальный счет для погашения своего долга. На рынке еврооблигаций практикуется погашение путем покупки эмитентом облигаций на открытом рынке или погашение по жребию определенных серий.

**Различия в валюте займов:**

Вплоть до начала 80-х годов примерно 80% эмиссий проводилось в долларах США. В настоящее время доллар США остается важнейшей валютой международных облигаций, однако, его доля сократилась до 1/3, еще треть приходится на займы в йенах, марках и фунтах стерлингов, оставшаяся часть - в основном на ЭКЮ, французские франки, канадские и австралийские доллары, итальянские лиры и другие валюты.

По большинству еврооблигаций проценты выплачиваются раз в год. Редко встречаются еврооблигации с выплатой процентов два раза в год. Ежеквартальная выплата характерна лишь для среднесрочных облигаций с плавающей процентной ставкой - ***FRN***.

Процент выплачивается путем отделения купонов и их пересылки банку - ***платежному агенту***. Обычно акции хранятся в депозитарии, который и берет на себя функции по инкассации купонов для их владельцев.

На рынке еврооблигаций широко распространены конвертируемые облигации (***convertible bonds***) и облигации с варрантом (***warrant bonds***). Они дают право конверсии облигации в акции эмитента. Самые крупные эмитенты конвертируемых облигаций - японские корпорации, выпускающие облигации в долларах с конвертацией в акции в йенах. Облигации без конверсионных привилегий носят название "обычной" - ***straight bonds***.

Из общей суммы международных эмиссий в 1993 году 481 млрд. долларов, 373 млрд (почти 80%) пришлось на обыкновенные облигации, 22 млрд. - на конвертируемые облигации и 67 млрд. - на облигации с плавающей процентной ставкой. Последние пользовались особой популярностью в первой половине 80-х годов в период высоких темпов инфляций и колебаний процентных ставок. Примерно те же пропорции сохранялись и в 1996-1997 годах.

**Особенности налогообложения:**

По еврооблигациям проценты выплачиваются без вычета налогов на проценты и дивиденды (***withholding tax***). Налог (уже как чисто подоходный налог) платится инвесторам по законодательству своей страны. Однако механизм выплаты доходов по еврооблигациям таков, что позволяет физическим лицам достаточно просто уходить от налогообложения.

Если же местное законодательство предусматривает удержание налога на проценты, который платит заемщик, последний обязан довести величину процентных платежей до уровня, обеспечивающего инвестору процентный доход, равный номинальному купону.

1. **Объем рынка и стоимость заимствования**

Общий объем долгосрочного ссудного капитала, привлекаемого из-за рубежа, составлял в начале 90-х годов 450-650 млрд. долларов в год, в 1994 и в 1995 годах, соответственно, 865 и 975 млрд. долларов. За пятилетие объем заимствований на внешнем рынке увеличился более чем вдвое!

В 90-е годы в целом мире на долю международных облигационных займов (или международных облигаций) приходится примерно 70-75% всех привлекаемых извне ссудных капиталов (остальные 25-30% - кредиты банков). Причем особую роль играет рынок еврооблигаций - более 60% всех привлеченных ресурсов или свыше 80% всех международных займов, оформленных долговыми ценными бумагами.

При совокупном объеме задолженности по долговым ценным бумагам, размещенным на мировых рынках, в размере 2454 млрд. долларов (1994 г.) на долю долгосрочных инструментов (облигаций) приходилось 2048 млрд., среднесрочных (***Euro-medium-term-notes***) 292 млрд. и краткосрочных - 114 млрд.

Одно из отличий еврооблигаций от еврокредитов заключается в том, что покупатели облигаций не могут вмешиваться в дела эмитента. При заключении сделок евро-кредитного займа заемщик может взять на себя обязательство поддерживать тот или иной норматив, например, коэффициент "собственный капитал / активы", при этом, если он нарушит этот норматив, заемщик, даже при современной выплате процентов, оказывается в положении невыполнения условий кредитного соглашения (***technical default***). При выпуске еврооблигаций инвесторы не могут вмешиваться в дела эмитента. Невыполнение условий соглашения по еврооблигационному займу возникает только в случае невыплаты эмитентом процентов или непогашения основной суммы долга.

Особенно быстрый рост рынка международных облигаций происходил в 80-е годы. Если ещё в середине 70-х годов объем эмиссий составлял 5 млрд. долларов в год, то уже в первой половине 80-х он перевалил за 100-миллиардную отметку, к концу 80-х перевалил за 200 млрд. долларов, а к середине 90-х приблизился к 500 млрд. долларов (брутто) (см. приложение 1).

Стоимость заимствования на внешнем рынке зависит от общего состояния мировой экономики и рынков капитала в ведущих финансовых центрах мира, прежде всего США, а также рейтинга эмитента. В январе - марте 1997 года купонная ставка по среднесрочным (3-5 лет) облигациям первоклассных заемщиков, имеющих наивысший рейтинг, составляла 6,25-6,35%, а доходность (с учетом того, что облигации редко размещаются по номиналу) 6,3-6,4%. В тот же период доходность по государственным облигациям США с теми же сроками погашения составляла 6,00-6,26% годовых.

Чем ниже рейтинг, тем выше процентная ставка и её доходность.

С позиции заемщика следует учитывать также расходы, которые он несет при эмиссии и размещении своих долговых обязательств, основными из которых является вознаграждение профессиональным участникам рынка (менеджерам займа, агентам по размещению и т.п.). Его величина опять таки зависит от рейтинга эмитента и колеблется от 0,2 до 2,5% от стоимости размещаемых ценных бумаг. В последние же годы в связи с усилением конкуренции на рынке наблюдается снижение стоимости вознаграждения, которая уже редко превышает 1%.

Кроме того, сюда следует добавить расходы рейтинговому агентству и плату за листинг на фондовой бирже.

**4. Участники рынка еврооблигаций. КРЕДИТНЫЙ РЕЙТИНГ**

Еврооблигации выпускаются крупными, в основном, транснациональными корпорациями, международными организациями (например, Мировым банком) и государственными органами для продажи инвесторам во всем мире. При выпуске облигаций правительственными агентами или местными органами власти обычно требуются правительственные гарантии.

От половины до двух третьих всех еврооблигационных займов приходится на корпорации, оставшаяся часть - примерно поровну на правительства, правительственные органы и международные организации.

Среди эмитентов - муниципальных органов власти наибольшую активность на рынке еврооблигаций проявляют правительства германских земель, провинций Канады и штатов Австралии. Из последних примеров выхода муниципальных органов власти на рынок еврооблигаций - выпуск среднесрочных облигаций городом Нью-Йорк в январе 1997 года на сумму 300 млн. долларов.

В 90-е годы на рынок еврооблигаций вышли правительства ряда восточно-европейских стран. России удалось впервые разместить собственные еврооблигации (не считая еврооблигаций Внешэкономбанка СССР) в ноябре 1996 года.

Обычно эмитенты, выходящие на рынок еврооблигаций, имеют высокий рейтинг. Корпорации с высшим рейтингом (Triple A) имеют возможность выйти на рынок евродолларовых облигаций, установив процентную ставку на уровне, превышающем ставки по облигациям правительства США лишь на 25-55 базисных пунктов. В тоже время, известные случаи размещения займов эмитентами из Южной Америки (Бразилии) на 600 базисных пунктов выше процентной ставки по федеральным облигациям США, т.е. высокий кредитный рейтинг не является абсолютно обязательным условием размещения займа. Более высокий рейтинг просто позволяет удешевить заем, установив более низкую процентную ставку.

Основными операторами на рынке еврооблигаций выступают крупнейшие банки и компании по ценным бумагам.

Изначально рынок еврооблигаций был рынком нерегулируемым. Необходимость выработки правил игры привела к созданию ISMA и связанной с ней группы Международной ассоциации первичных дилеров (International Primary Market Association). В начале 90-х годов в ISMA насчитывалось 866 членов, в том числе 166 из Великобритании, 138 - из Швейцарии, 57 - из Германии, 60 - из Люксембурга. Штаб-квартира ISMA находится в Швейцарии, однако, большая часть работы проводится в Лондоне, где расположен секретариат.

ISMA предоставляет всем заинтересованным лицам информацию по рынкам евробумаг, а также проводит образовательные семинары с выдачей дипломов для работы на международных фондовых рынках.

Поскольку основным центром торговли еврооблигациями был и остается Лондон, деятельность ISMA в основном осуществляется в Сити. Согласно законодательству Великобритании, ISMA, с одной стороны, имеет статус специальной биржи, а с другой, признается Советом по ценным бумагам и фьючерсам (SFA) международной саморегулируемой организацией, в ведении которой находится рынок евробумаг.

Профессиональные участники рынка евробумаг, действующие в Лондоне, обязаны соответствовать всем требованиям регулирующих органов этой страны, в первую очередь Управления по ценным бумагам и инвестициям SIB - Securities and Investment Board и Совета по ценным бумагам и фьючерсам SFA - Securities and Futures Authority.

Для выхода на рынок, самое главное - получить рейтинг. Основными рейтинговыми агентствами, чей результат является общепризнанным для кредиторов, являются ***Moody's, Standart & Poor's и The Fitch IBCA***. Рассмотрим процесс кредитования Moody's.

По сути, рейтинг представляет собой мнение о способности и юридической обязанности эмитента производить своевременные выплаты по основной части и процентам по ценным бумагам долгового характера*.*

В эту группу финансовых инструментов входят облигации, некоммерческие бумаги (необеспеченные ценные бумаги) и привилегированные акции. Предназначение рейтинга - ранжировать в рамках единой последовательной системы относительные уровни риска долговых обязательств и их эмитентов*.*

Таким образом, речь идет об анализе возможности эмитента получать достаточные доходы в будущем. Принимая во внимание, что срок жизни долгосрочных облигаций составляет более 15 лет, можно получить представление об уровне и специфике подобного анализа.

Процесс рейтингования проходит шесть последовательных стадий.

**1. Анализ.**

**2. Предварительная встреча.**

**3. Встреча с руководством.**

**4. Принятие рейтингового решения.**

**5. Сообщение рейтинга.**

**6. Мониторинг рейтинга.**

По форме рейтинг представляет собой рейтинг, содержащий от одного до трех внутренних символов. Для различных типов финансовых инструментов существует своя система обозначения. Специалистам в области финансов хорошо известна система рейтингования долгосрочных облигаций. Символы Ааа (ценные бумаги минимального риска) и С (наиболее рискованные облигации) стали синонимичны выражению "от А до Я" в мире финансов.

Рейтинги по уровню риска подразделяются на два разряда - инвестиционные и спекулятивные. Правительства некоторых стран используют градацию рейтингов в процессе регуляции финансового рынка. В частности, в США предприятиям, привлекающим средства частных лиц, запрещено инвестировать в ценные бумаги спекулятивного разряда.

В настоящее время в мире насчитывается несколько кредитных агентств, заслуживших большой авторитет среди инвесторов (см. приложение 2):

1. ASPAC Australian Ratings
2. Canadian Bond Rating Service
3. Dominion Bond Rating Service Limited (DBRS Ltd.)
4. Duff & Phelps Credit Rating Company
5. Объединившиеся The Fitch Investor's Service и IBCA Banking Analysis (стало The Fitch-IBCA)
6. Japan Bond Research Institute
7. Japan Credit Rating Agency Limited (JCR Ltd.)
8. McCarthy Crisanti & Maffei
9. Moody's Investor's Service

10. Nippon Investor Service

11. Standart & Poor's (S&P)

**5. Методы эмиссии и типичная схема займа**

**Открытая подписка *(Public Issue, Offer for subscription***). Открытая подписка среди неограниченного круга инвесторов осуществляется через синдикат андеррайтеров, называемых на рынке еврооблигаций, менеджерами займа. Руководитель синдиката - так называемый ведущий менеджер, или топ-менеджер.

Размещение производится через широкую группу финансовых учреждений многим инвесторам в различных странах мира. Такие выпуски почти всегда имеют листинг на бирже.

Сертификаты ценных бумаг изготовляются в соответствии с правилами соответствующей биржи.

**Частное размещение *(Private placement*)**. Если заем нацелен на небольшую группу инвесторов, он может быть квалифицирован как частное размещение. В его осуществлении может принять участие всего один менеджер и один инвестор. Облигации, размещаемые небольшим числом банков и приобретаемые немногими, преимущественно институциональными инвесторами. Обычно такие облигации не имеют листинга на фондовой бирже.

**Механизм подписки состоит в следующем: е**врооблигации обычно размещаются путем подписки на них группы финансовых учреждений - менеджеров займа. Эмитент выбирает одного или нескольких ведущих менеджеров, которые носят название лид-менеджеров. Лид-менеджер подберет менеджеров займа. Лид-менеджер от имени других менеджеров согласовывает условия выпуска с эмитентом и в случае необходимости помогает эмитенту в подготовке проспекта эмиссии.

Профессиональные участники рынка, выступающие в роли менеджеров, объединены в **Международную Ассоциацию участников первичного рынка - International Primary Markets Association**. Члены ассоциации разработали свод правил, касающихся технологии размещения ценных бумаг на международном рынке, а также стандартные формы документов (соглашения, заключаемые менеджерами между собой, между менеджерами и эмитентом, стандартные условия непреодолимой силы, форс-мажор и т.д.).

Если члены эмиссионного синдиката являются членами IPMA, по умолчанию предполагается, что они действуют в соответствии с правилами ассоциации.

В прошлом, помимо менеджеров займа, формировалась также группа **андеррайтеров** и группа продажи или **агентов по размещению**. В настоящий момент менеджеры обычно берут на себя функции и андеррайтеров, и агентов по размещению. Иными словами, сейчас менеджер - это и андеррайтер, и агент по размещению. Андеррайтинг, как правило, осуществляют на условиях, при которых, если один из членов синдиката оказывается не в состоянии выполнить свои обязательства, они принимаются остальными членами пропорционально их доле (joint and several basis).

Кроме указанных участников в схеме организации еврооблигационного займа имеется также **основной платежный агент (principal paying agent)** и **попечитель или доверенное лицо (trustee)**.

Платежный агент - банк, уполномоченный эмитентом выплачивать проценты владельцам облигаций и производить их погашение после получения денег от эмитента. Когда схема займа предполагает наличие фискального агента, то это то же лицо, что и платежный агент.

Попечитель или доверенное лицо займа действует в интересах и от имени инвесторов при любых нарушениях условий займа эмитентом. Если схема займа предполагает наличие попечителя, обязательно назначается основной платежный агент, действующий от имени эмитента облигаций.

Тремя основными датами при традиционном размещении еврооблигаций являются - объявление о выпуске еврооблигаций, подписание окончательных условий (начало размещения) и день окончания размещения.

Примерно за две недели до объявления о выпуске лид-менеджер и заемщик встречаются для предварительного обсуждения условий выпуска (срок, величина купонной ставки, объем эмиссии, цена размещения). В **традиционной схеме** эти условия остаются предварительными до начала размещения. Назначается фискальный агент и попечитель, а также, при получении листинга, и агент по листингу. Начинается подготовка различных документов, которые подписываются между членами синдиката и заемщиком, а также самими членами синдиката. Начинается также работа над проспектом эмиссии. Проспект содержит описание эмитента, а также предварительные условия эмиссии.

Лид-менеджер составляет список потенциальных членов синдиката, которые смогут выступить в качестве андеррайтеров или агентов по размещению. В день объявления о начале размещения появляется официальное извещение в прессе, и рассылаются приглашения другим банкам принять участие в размещении. Потенциальным участникам дается примерно 7-10 дней на то, чтобы дать ответ. Потенциальным андеррайтерам и агентам по размещению рассылаются копия проспекта, график процедуры эмиссии и соответствующие документы, которые они обязаны подписать для того, чтобы принять участие в размещении. Если заемщик плохо известен, в этот период он принимает шаги по рекламе, так называемые "роуд-шоу" (road show) в ведущих мировых финансовых центрах мира, т.е. проводит кампанию по распространению информации о себе среди потенциальных инвесторов.

Тем временем лид-менеджер ведет книгу заявок синдиката, которая позволяет определить спрос на данные облигации. Когда становится ясна общая картина, лид-менеджер начинает предварительное распределение ценных бумаг между членами синдиката (по мере поступления договоров на участие в синдикате). Агенты по размещению имеют право вернуть обратно менеджеру непроданную часть облигаций, в то время как андеррайтеры обязаны купить все непроданные облигации по заранее оговоренной цене.

Менеджеры определяют окончательную цену размещения с эмитентом, причем по условиям соглашения, ценовые условия могут подлежать или не подлежать согласованию с андеррайтером. Кроме того, менеджеры займа могут самостоятельно принимать решения о том, сколько облигаций выделить каждому конкретному андеррайтеру или агенту по размещению.

В конце периода подписки менеджеры и эмитент определяют окончательные ценовые условия. Как правило, андеррайтеры имеют в своем распоряжении один день, чтобы принять или не принять эти условия (если у них есть такое право по условиям соглашения). После этого облигации официально предлагаются к продаже. Эмитент и лид-менеджер подписывают соглашение. К этому времени синдикат фактически купил облигации у эмитента по фиксированной цене, но при этом эмитент не получит денег до наступления дня завершения размещения. Печатается окончательный проспект и лид-менеджер извещает андеррайтеров и агентов по размещению о том, сколько ценных бумаг выделяются каждому из них.

В конце стабилизационного периода (распространения облигаций), т.е. в день завершения размещения члены синдиката перечисляют деньги за купленные ими облигации на специальный банковский счет, открытый лид-менеджером. Конечные инвесторы при этом получают документы, подтверждающие их право собственности на облигации (хотя это ещё не сами сертификаты облигаций). Заемщик получает деньги в соответствии с условиями соглашения, а сам синдикат расформировывается. В финансовой прессе появляется сообщение (так называемое tomb-stone) о завершении размещения.

Желающие могут получить отдельные сертификаты облигаций. Если лид-менеджерами выступают американские банки, сертификаты выдаются не ранее 90 дней после завершения размещения.

В современных условиях стандартом при размещении стала так называемая **"купленная сделка"**. При таком размещении лид-менеджер покупает все ценные бумаги у эмитента на ранее установленных условиях (объем, купонная ставка, цена размещения) до объявления о выпуске. Подобная практика возникла в связи с увеличением финансовой мощи банков, занимающихся размещением еврооблигаций и усилением конкуренции между ними. В борьбе за эмитента банки сразу предлагают все услуги и цену за них.

Первая "купленная сделка" была проведена Credit Suisse First Boston в апреле 1980 года, когда этот инвестиционный банк купил весь выпуск облигаций корпорации General Motors Acceptance Corporation на сумму $100 млн. Только после этого CSFB организовал синдикат.

Подобная схема размещения означает уменьшение роли андеррайтеров и агентов по размещению. Существует точка зрения, что при "купленной сделке" риск для инвестиционного банка увеличивается, поскольку здесь отсутствует период подписки, в течение которого можно определить примерный спрос на облигации. В то же время, общий период вывода облигаций на рынок сокращается, что снижает риски изменения процентных ставок на рынке капиталов.

Ещё одним из методов размещения является **аукцион**. Эмитент объявляет срок и купонную ставку по облигации и предлагает инвесторам направлять свои заявки. Инвесторы, а ими могут быть как конечные инвесторы, так и банки, рассчитывающие перепродать ценные бумаги, направляют свои заявки в процентах от номинала одновременно указывая количество облигаций, которые они намереваются приобрести. Заемщик размещает облигации среди инвесторов, начиная с самой высокой цены. Аукционная схема устраняет плату менеджерам и тем самым удешевляет заем. Однако она доступна только наиболее известным заемщикам, например, как Европейский инвестиционный банк.

1. **Вторичный рынок еврооблигаций**

Хотя еврооблигации имеют, как правило, листинг на Лондонской или Люксембургской фондовых биржах, торговля ими производится почти исключительно на внебиржевом (телефонном) рынке.

На этом рынке практически не действуют какие-либо национальные формы регулирования. Однако рынок достаточно жестко урегулирован правилами и рекомендациями ISMA, которых все участники строго придерживаются.

Профессиональные участники рынка носят название дилеров. Дилерами выступают банки и компании по ценным бумагам, регулируемые соответствующим национальным законодательством.

По правилам рынка лид-менеджер того или иного выпуска является и его **маркет-мейкером**, т.е. он занимается поддержкой активного вторичного рынка, покупая облигации при избытке предложения и продавая их при повышенном спросе.

Поскольку еврооблигациями торгуют на внебиржевом рынке, нет и фиксированного времени работы этого рынка. Тем не менее, по правилам ISMA, дилеры обязаны вести торговлю, по меньшей мере, в отведенные часы.

Минимальный лот при торговле между членами ISMA устанавливается дифференцированно по различным инструментам. Наиболее распространенный - 100 облигаций (или $100.000 по номиналу). Типичный спрэд по облигациям с фиксированной процентной ставкой составляет 0,5%.

Улаживание (исполнение - settlement) сделки с середины 1995 года обычно осуществляется на 3-й календарный день после заключение сделки (T+3), вне зависимости от каких-либо праздников. Однако после согласования между покупателем и продавцом возможно установление любого дня улаживания.

Котировка облигаций дается на базе нетто, т.е. не включает накопленные проценты. Год считается равным 360 дням, месяц - 30.

Расчеты по сделкам с еврооблигациями осуществляются через две депозитарно-клиринговые системы: ***Euroclear*** и ***Cedel***. Действия систем Euroclear и Cedel базируются на трех китах: эффективности, низких издержках и безопасности.

Эффективность достигается за счет системы взаимозачетов. В этих системах только 5% сделок требуют реального движения средств - ценных бумаг или денежных фондов. Более того, термин "реальное движение" достаточно условен, поскольку Euroclear и Cedel предоставляют услуги по хранению ценных бумаг в сети банков - депозитарных систем, и все реальные движения осуществляются с помощью электронных записей на счетах корпораций-участников. Благодаря современным коммуникационным средствам расчеты можно вести в режиме реального времени.

Международные клиринговые системы привлекают клиентов также низкими издержками. Ничтожность комиссии (примерно $25 за одну сделку купли-продажи вне зависимости от объема) объясняется огромными оборотами. Например, годовой оборот Euroclear за 1996 год составил 36,6 трлн. долларов, а наоборот Cedel за аналогичный период - 13,1 трлн. И в то же время, обороты Euroclear и Cedel неуклонно растут. Вступительные взносы также невелики - всего несколько тысяч долларов.

Комиссионные вместе со взносами позволяют клиринговым системам получать неплохую прибыль. Кроме того, Euroclear и Cedel получают комиссию за депозитарное обслуживание компаний-участников. Только в Cedel на хранении находится более 1 трлн. ценных бумаг, принадлежащих членам системы. Однако политика Euroclear и Cedel такова, что дивиденды по акциям, как правило, не выплачиваются - прибыль реинвестируется в развитие этих систем. Таким образом, клиринговые системы стремятся повысить свою привлекательность в глазах клиентов.

И многие участники рынка международных ценных бумаг не мыслят своей деятельности без Euroclear и Cedel. "Если бы подобных систем не существовало, то для проведения операций купли-продажи финансовых инструментов надо было бы осуществлять физическую доставку ценных бумаг или денежных средств контрагенту. При этом пришлось бы уплатить транспортные расходы и страховку. Издержки бы выросли, а быстрота и эффективность ушли в небытие", - считает Марина Клюева, заместитель начальника управления оформления операций АКБ "Московская финансовая корпорация".

Оптимальная политика Euroclear и Cedel позволила быстро обеспечить впечатляющую безопасность для участников этих систем. "Euroclear и Cedel уделяют беспрецедентное внимание вопросам безопасности. Проблема безопасности заключается в возможности срыва поставки (платежа). Однако сегодня подобный риск сведен к минимуму", - уверяет Александр Родионов, начальник отдела по работе с валютными займами Мост-банка.

Как же это достигается на практике?

Во-первых, клиринговые системы Euroclear и Cedel применяют метод расчетов "поставка против платежа", то есть для совершения сделки обе стороны должны иметь фонды на счетах в этих системах, достаточные для выполнения своих обязательств.

При желании контрагентов совершить сделку клиринговые системы производят фиксацию и сверку параметров сделки: количество, вид и стоимость ценных бумаг, участвующих в операции. Только после этого, а также при наличии средств на счетах контрагенты могут совершить сделку.

Во-вторых, в случае нехватки или отсутствия на счете участника либо соответствующих бумаг, либо денег во время проведения клиринга системы Euroclear и Cedel могут предоставить покрытие под проведение соответствующей сделки. Однако не следует думать, что клиринговая система выступает лично в качестве лица, предоставляющего кредит. Система выступает лишь менеджером, который как бы распространяет ресурсы. На самом деле все заемные деньги предоставляются самими участниками. В зависимости от договора с системой, движение ресурсов может осуществляться как по согласию собственника, так и автоматически. Средства возвращаются на счет кредитора по первому требованию, с выплатой процентов по их использованию. Необходимо отметить, что соответствующий возврат гарантируется и самой системой, и одним из ведущих в мире банковских синдикатов, который поддерживает конкретную клиринговую систему (например, Citibank - гарант Cedel).

В то время, участники Euroclear и Cedel по собственному желанию и в соответствии со своей политикой могут выступать в качестве и кредиторов, и дебиторов по отношению к другим членам соответствующей системы. Такие правила позволяют компаниям-участникам Euroclear и Cedel извлекать дополнительную прибыль. Специалисты Мост-банка приводят в пример мексиканские события, когда наблюдалось всеобщее падение цен. По их мнению, можно было взять в долг определенные активы, продать их в начале кризиса, а позже снова купить, но уже дешевле. Выгода налицо. Однако, что касается российских банков, то они имеют ограниченные возможности для участия, как в процедуре предоставления займа, так и наоборот. "Я не думаю, что у российских банков-участников систем Euroclear и Cedel слишком большие возможности брать и давать в долг, потому что вряд ли у них большие остатки по счетам в связи с отсутствием желания размещать большие средства в иностранные фондовые ценности, так как российские ценные бумаги конкурируют по доходности с зарубежными инструментами, - считает Александр родионов. - Как правило, только самые крупные российские банки диверсифицируют портфели и имеют существенные остатки на счетах ценных бумаг, по которым ведутся расчеты в Euroclear и Cedel. Именно они могут взять и давать в долг реальное количество финансовых инструментов". К этому объяснению можно добавить ещё одну причину - небольшие потери при спекуляции мировых гигантов могут оказаться существенными для наших банков.

И, наконец, в третьих, делу способствует революционное решение Euroclear и Cedel, которое заключается в следующем. Если раньше клиринг проводился раз в день, то есть скорость реакции систем на возникновение кризисной ситуации была сравнительно невысокой - 1 день, то теперь клиринг проводится несколько раз в день, а по некоторым инструментам даже в режиме реального времени. Такая методика позволяет разбить довольно крупный для финансового рынка временной интервал на несколько мелких, что позволяет более оперативно отслеживать ситуацию в системе.

В добавление ко всему вышесказанному, хотелось бы добавить, что Euroclear и Cedel характеризуются полностью раскрываемой информацией о движении принадлежащих им средств. То есть, имея соответствующее оборудование, можно узнать, где в данный момент находятся ваши средства.

Все перечисленный функции систем Euroclear и Cedel, а также новые направления их развития, например, охват внутренних рынков ценных бумаг разных стран (Euroclear и Cedel позволяют производить расчеты через них с контрагентами, ценные бумаги которых находятся на счетах во внутренних расчетных системах **AKV**(Германия) и **DTC**

1. **Размещение федеральных и муниципальных**

**еврооблигаций в России**

Реальная возможность выхода на еврорынок появилась у России с 7 октября 1996 года. Именно в этот день мировые рейтинговые агентства Standart & Poor's, The Fitch-IBCA и Moody's объявили о присвоении Российской Федерации долгосрочных кредитных рейтингов BB-, BB+ и Ba2 соответственно. Сами по себе эти рейтинги трудно назвать высокими. Они ставят Россию в один ряд с такими странами, как Польша и Мексика. На основании этого рейтинга можно определить приблизительную купонную ставку для будущих евробондов (см. приложение 3).

Как известно, в Правительстве рассчитывали получить рейтинг повыше. Но эксперт известного инвестиционного банка Salomon Brothers Дэвид Борен ещё за месяц угадал результат. Тогда он заявил, что по его мнению, российские еврооблигации в соответствии с классификацией Standart & Poor's скорее всего получит рейтинг ВВ с минусом, либо В с плюсом (то есть почти наименьший из всех возможных для вновь выпускаемых ценных бумаг).

Однако в данном случае важен не столько рейтинг, сколько сам факт его присвоения стране. Теперь возможности России по привлечению капитала существенно расширились. По крайней мере, при покупке российских долгов потенциальные инвесторы будут ориентироваться не на слухи и собственные ощущения, а на независимую оценку платежеспособности эмитента ведущими рейтинговыми агентствами. Реакция Правительства РФ на присвоение рейтингов была самой позитивной.

Итак, с 7 октября у России появилась реальная возможность разместить свои долговые ценные бумаги на международном рынке. Для повышения спроса на бумаги и, следовательно, снижения доходности (а, значит, и стоимости для России) евробондов, российское правительство начало проведение так называемого road-show своих будущих бумаг. Первая презентация состоялась в Токио в присутствии менеджеров крупнейших японских банков и инвестиционных компаний. Практика показывает, что, хотя еврооблигации размещаются на биржах США и Европы, большой интерес к такого рода бумагам проявляют и азиатские, в том числе и японские инвесторы.

Как сообщил корреспонденту ИТАР-ТАСС заместитель начальника департамента иностранных кредитов и внешнего долга Минфина РФ Владимир Дмитриев, целью презентации было проинформировать японских инвесторов о состоянии российской экономики, перспективах её развития - с тем, чтобы "сформировать у них позитивное отношение к России".

В тот же день презентации были проведены в Люксембурге, за которым последовали Франкфурт, Цюрих, Париж, Лондон, Сеул, Гонконг, Лос-Анджелес, Миннеаполис, Бостон и Чикаго.

Само же размещение произошло на Нью-Йоркской фондовой бирже 21 ноября. Как сообщил Александр Лившиц, результаты размещения российского валютного займа превзошли все ожидания – правительство получило вдвое больше того, на что рассчитывало. Спрос на еврооблигации почти в два раза превысил предложение, и, как сказал Лившиц, можно было бы привлечь таким образом не один миллиард долларов.

**Параметры российского еврооблигационного займа 1996 года**

**Объем эмиссии**: 1млрд. долларов.

**Дата погашения**: 27 ноября 2001 года.

**Купонная ставка**: 9,25% годовых.

**Периодичность купонных платежей**: 1 раз в полгода.

**Форма выпуска**: бездокументарная форма на предъявителя.

**Депозитарно-торговая инфраструктура**: облигации задепонированы и торгуются в крупнейших международных клиринговых системах CEDEL и EuroClear.

**Налоговый режим в России**: доходы в виде процентов, полученных юридическими лицами - владельцами облигаций, не облагаются налогом на прибыль или налогом на доходы, а проценты, полученные физическими людьми не облагаются подоходным налогом. Облигации не облагаются налогом на имущество.

Об интересе инвесторов (прежде всего частных) свидетельствует тот факт, что крупный "долгоиграющий" заем удалось разместить под чрезвычайно низкий процент.

В процентном отношении размещение займа выглядит следующим образом: инвесторы США приобрели 41%, Южная Корея - 39%, Европа - всё остальное.

В первом транше Россия разместила еврооблигаций на $1 млрд. под очень низкий процент - всего 9,25% годовых на 5 лет. Для сравнения стоит сказать, что доходность по рынку ОГСЗ в то время составляла около 50% годовых, а на рынке ГКО-ОФЗ - почти 60% годовых. Лид-менеджерами займа выступили инвестиционные банки J.P.Morgan и SBC Warburg.

В марте 1997 года Минфин РФ решил выпустить второй транш еврооблигаций, номинированный в немецких марках (в то время как первый был номинирован в американских долларах). Скажем сразу, выторговать проценты Александру Лившицу не удалось - они остались практически на том же уровне. Доходность облигаций на 370 базисных пунктов превышает доходность правительственных облигаций Германии (это около 9,2% годовых). Однако российская делегация рассчитывала на более низкую стоимость заимствований. В частности, назывались и такие величины спрэда, как 320 пунктов. Впрочем, и эта доходность вполне соответствует уровню страны с кредитным рейтингом ВВ -.

Банками, размещающими российские евробонды второго выпуска стали:

* Генеральные управляющие: немецкий Deutsche Bank и швейцарский Credit Suisse First Boston;
* Старшие соуправляющие: три немецких банка - Commerzbank AG, Drezdner Bank Kleinwort Benson, J.P.Morgan GmbH и швейцарский - SBC Warburg;
* Остальные 17 банков, в том числе российские, входят в группу так называемых соуправляющих займом. Среди них ABN AMRO Hoare Govett, Bayerische Landesbank, Deutsche Genossenschaftsbank, Investmentbank Austria, франкфуртское отделение Merill Lynch, Morgan Stanley, Salomon Brothers, Альфа-банк, "Империал", Международная финансовая корпорация, "Российский кредит".

При выпуске еврооблигаций, номинированных в немецких марках, Минфин РФ столкнулся с некоторой неожиданной проблемой – с раскупаемостью бумаг. В ноябре 1996 года бумаги разошлись почти мгновенно, а в этот раз только спустя неделю после размещения, удалось реализовать только около 80% выпуска. Но и это, как говорят специалисты, вполне неплохо. Дело в том, что практика первого размещения показала, что покупающие российские еврооблигации инвесторы, делают это, как правило, впервые. Если займы в долларах ориентированы на индустриальных инвесторов, то с займами, эмитированными в марках, работают в основном частные инвесторы. Поэтому нельзя было ожидать, что эмиссия будет раскуплена также быстро, как это было при первом размещении.

По данным Агентства финансовой информации, в первый день торгов размещено около 70% облигаций. 45% эмиссии приобрели германские инвесторы, около 20% выпуска продано в Азии, примерно 10% купили британские компании и банки. Оставшаяся часть еврооблигаций разошлась в других европейских странах, главным образом, в Бенилюксе. Дальнейшая продажа этих бондов проходила на всех мировых фондовых рынках, за исключением США, Великобритании и России.

Финансовый кризис, заставший российскую экономику плохо подготовленной, сказался в необходимости выпуска третьего транша. О намерении выпустить эту серию облигаций говорил еще в апреле Анатолий Чубайс. Однако тогда, он не назвал конкретных сроков, и вполне могло показаться, что очередной транш евробондов появится на рынке не в самое ближайшее время. Однако потом стало ясно, что правительство торопится занять позиции на внешнем рынке. Объясняется это некоторыми причинами. Прежде всего, это острый бюджетный дефицит. Кроме того, считали, что, если не провести эмиссию облигаций сейчас, то потом могло стать поздно: к июлю активность на рынке могла упасть. К тому же наблюдатели считали, что ситуация на мировом рынке складывается очень благоприятно для заемщика. Многие аналитики считают, что этот выпуск стал самой большой удачей Минфина. Вот некоторые параметры эмиссии: объем эмиссии составил $ 2 млрд., срок обращения - 10 лет. 53% выпуска размещено в США, 24% - в Азии, а оставшаяся часть - в Европе, в том числе во Франции, инвесторы которой впервые приобрели облигации РФ.

Во вторник 24 марта 1998 года генеральные менеджеры объявили условия размещения новых ценных бумаг. Исходя из объявленных условий, это был самый неудачный из четырех выходов России на международный финансовый рынок. Однако участники рынка считают, что в условиях перенесшего кризис рынка лучшего быть и не могло. Объем выпуска четвертого транша российских еврооблигаций - DM 1,25 млрд. Дата погашения - 31 марта 2005 года. Выплаты по купону составляют 9,375%.Выпуск имеет ограничения на продажу в США, Великобритании и России. Генеральными управляющими выпуска являются Deutsche Morgan Grenfell и SBC Warburg. Несмотря на то, что заимствования на внешнем рынке обходятся России значительно дешевле, чем на внутреннем рынке, этот выпуск еврооблигаций не такой успешный, как прошлые. Облигации размещены со спрэдом, превышающий рыночный примерно на 40 базисных пунктов. К тому же объем выпуска почти в два раза меньше, чем объем предыдущего. То есть доверие инвесторов к России теперь стоит дороже.

Это произошло по нескольким причинам. Основная причина заключается в том, что размещение российских еврооблигаций - первое после мирового финансового кризиса. Кроме того, незадолго до выпуска одно из ведущих рейтинговых агентств -Moody's - снизило кредитный рейтинг России по долгосрочным заимствованиям в иностранной валюте. А именно на оценке рейтинговых агентств ориентируются инвесторы.

Помимо этого размер комиссии за управление и обслуживание выпуска, как заявили банки Deutsche Morgan Grenfell и SBC Warburg, составляет 2,75% от суммы займа. Это также увеличивает стоимость заимствования. Негативное влияние на обстановку вокруг размещения евробондов оказал и правительственный кризис в России. Символично и то, что российский фондовый рынок никак не отреагировал на очередное размещение евробондов.

Всего на сегодняшний день Россия выпустила девять траншей еврооблигаций, последний из которых, как и первый, был номинирован в американских долларах. Разнообразие валют, в которых Россия выпускала свои бумаги было не особо большое. Из девяти траншей, семь из них было выпущено в американских долларах, два - в немецких марках и один - в итальянских лирах. Выпуск облигаций в лирах носил большой политический оттенок. Во-первых, это видно из-за очень маленького объема выпуска (750 млрд. лир примерно равно 350-400 млн. долларов), во-вторых, выпуск был произведен после договоренности о начале проекта ГАЗ-Фиат.

Успешное размещение первого транша российских бумаг для местных администраций было подобно стартовому выстрелу. О намерении пойти по пути федеральных властей немедленно заявили правительства Москвы, Санкт-Петербурга, Нижнего Новгорода, а также Московской и Свердловской областей, республик Татарии и Марий Эл. Впрочем, поддержку федерального правительства получили лишь инициативы первых трех городов.

В апреле 1997 года президент России Борис Ельцин подписал указ “О выпуске внешних облигационных займов органов исполнительной власти Москвы, Санкт-Петербурга и Нижегородской области”. К настоящему времени именно эти три региона разместили еврооблигационные займы.

Остановимся поподробнее на займе Нижегородской области. Чуть более трех с половиной лет назад бывшим губернатором Борисом Немцовым было принято решение о крупном внешнем заимствовании на мировом финансовом рынке. Делать это решили в два этапа. Сначала нужно было получить кредитный рейтинг, а уже потом - определять форму заимствования. Как вариант, рассматривалась возможность получения индицированного кредита западных банков. Остановились все-таки на рынке еврооблигаций.

Осенью 1997 года администрация области провела конкурс среди крупнейших мировых финансовых институтов по выбору рейтингового консультанта, которым стал англо-голландский банк ING Barrings. Oн же был признан и в конкурсе на право стать ведущим менеджером нижегородского еврозайма.

Работы по рейтинговому консультированию и получению кредитного рейтинга были проведены в крайне сжатые сроки - за три месяца. Москва на получение рейтингов затратила 8 месяцев, а Петербург - около года. 25 февраля два крупнейших рейтинговых агентства Moody's и Standart & Poor's определили кредитный рейтинг Нижегородской области, который оказался равным рейтингу Российской Федерации: Ва2 и ВВ- соответственно.

В конце марта 1997 года работы по выпуску еврооблигаций были приостановлены из-за смены руководства области: размещать еврооблигации в условиях политической нестабильности, обусловленной проходящей предвыборной кампанией, было невозможно. Несмотря на то, что область была уже готова выпустить еврозайм уже в конце мая, размещение еврооблигаций было отложено на середину сентября.

Результатом работы с аппаратом правительства РФ, Министерством финансов, Центральным банком, стал указ Президента (см. выше), которым на эмиссии еврооблигаций трех субъектов федерации - Москвы, Санкт-Петербурга и Нижегородской области - был распространен льготный режим налогообложения, действовавший в отношении еврозаймов России. Западными фирмами была проведена всесторонняя юридическая проверка Нижегородской области как эмитента.

Основным условием, благодаря которому выпуск стал возможен, можно считать тот факт, что с 1993 года область наладила управление собственными финансами и в течение последних лет жила по средствам, проводя очень осторожную политику заимствований на внутреннем рынке страны. Западные инвесторы особо отметили, что областные власти изначально намеривались использовать полученные от продажи еврооблигаций средства на рефинансирование старых долгов и финансирование затратных статей бюджета. Нижегородские еврооблигации были признаны более консервативными (в финансовом мире консервативность - синоним надежности по сравнению с евробондами Москвы и Санкт-Петербурга.

В итоге Нижегородская область, которая провела размещение после двух столиц, разместила еврооблигации на более выгодных условиях: купонная ставка (процент, выплачиваемый эмитентом инвестору) про бумагам Нижегородской области ниже, чем у аналогичных ценных бумаг , то есть Нижегородская область будет тратить на обслуживание своего еврозайма меньше средств, чем другие российские эмитенты.

При размещении иностранцы проявили удивительную дотошность. Их интересовали мельчайшие подробности нашей жизни, от политической ситуации в стране до состояния местной казны. Как пошутил директор областного департамента финансов Виктор Лукин, бюджет они знали не хуже него самого, приводили цифры, задавали каверзные вопросы что будет с нашей промышленностью, как власти станут сокращать дефицит бюджета, когда расплатятся с населением по детским пособиям и зарплате. Нижегородцы провели два радиотелефонных моста с Нью-Йорком. Интерес к нашим евробондам проявили и американцы. Многих собеседников Склярова радовало, что нынешний нижегородский губернатор является преемником Бориса Немцова.

Спрос на нижегородские еврооблигации превысил предложение: количество заявок зашкалило за 100 миллионов долларов.

В октябре 1997 года средства от размещений поступили в область. Распоряжением губернатора области созданы по отраслевому принципу 12 рабочих групп, задачей которых будет оценка целесообразности использования средств еврозайма для финансирования инвестиционных проектов предприятий и организаций Нижегородской области.

В размещении еврооблигаций приняли участие американские, европейские и японские банки. Вот официальный состав синдиката банков, принявших участие в размещении:

* ING Barrings (лид-менеджер выпуска);
* MC-BBL Securities (со-lead manager);
* CS First Boston, Salomon Brothers, МФК “Ренессанс”, J.P.Morgan, Merill Lynch, Nomura International, Goldman Sachs, Deutsche Morgan Grenfell, Morgan Stanley, Raiffeisenbank, Creditanstalt - (co-managers).

Состав более чем впечатляющий. Российский финансовый консультант Нижегородской области по выпуску евробондов - коммерческий банк “Еврофинанс”.

**В целом докризисный дебют России на рынке еврооблигаций можно признать вполне успешным. Сроки проведения выпусков, условия и валюта займов были выбраны достаточно удачно, что позволило привлечь значительные для эмитентов объемы финансирования под сравнительно невысокий процент. Внешние заимствования оказались более дешевыми по сравнению с привлечением финансовых средств на внутреннем рынке. К сожалению, августовский кризис 1998 года подорвал доверие инвесторов ко всем российским эмитентам из-за отказа правительства выполнять свои обязательства по ГКО/ОФЗ. В результате ведущие аналитические агентства понизили рейтинги российских облигаций на 5 – 6 пунктов. Резко изменились также котировки федеральных и субфедеральных бумаг (см. приложения 4, 5).**

**ЗАКЛЮЧЕНИЕ**

До недавнего времени о еврооблигациях рассуждали лишь специалисты в академических институтах. Для практика же непреодолимым препятствием было отсутствием подобных бумаг, эмитированных государством, а оно медлило, ожидая получения более или менее приличного кредитного рейтинга. В октябре 1996 года рейтинг был получен, Россия разместила свой первый еврооблигационный заем и тем самым открыла дорогу на мировой рынок национальным корпорациям и муниципальным администрациям.

В конце работы хотелось бы предложить некоторые выводы, сделанные на основе изучения рынка еврооблигаций. Итак, чем же сулит организациям и муниципалитетам новая возможность выхода на мировой рынок?

Во-первых, *денег на Западе гораздо больше.* Размер рынка еврооблигаций измеряется сотнями миллиардов долларов, а объем займа, как правило, колеблется от 100 до 300 млн. долларов. Помимо европейских на вторичном рынке облигации могут покупать американские и азиатские инвесторы, а это еще сотни миллиардов долларов.

Во-вторых, *даже не очень длительный по европейским меркам облигационный заем (3-5 лет] в нашем представлении - долгосрочный,* ведь о том, чтобы взять кредит на такой срок у отечественного банка можно и не думать.

В-третьих, *деньги еврозайма - едва ли не самые дешевые.* Это обусловлено и большим объемом предложения денег на мировом рынке, и тем, что банки, покупающие еврооблигации, резервируют под них существенно меньше, чем под кредиты, а значит, и покупают их выгоднее. Ставка процентов по облигациям определяется кредитным рейтингом эмитента и не может быть выше, нежели у правительства его страны.

В-четвертых, *выпуск облигаций не требует обеспечения.* Как отметил, начальник отдела проектного финансирования компании “Горизонт” (финансовый консультант “Газпрома”) Андрей Жеребцов “Газпрому” удалось получать кредиты у западных банков под 8-9% годовых (менее именитые российские компании удовлетворяются 15-18% годовых), но при этом банк обычно требует обеспечения, например, контрактами на поставку газа.

В-пятых, *выпуск облигаций, в отличие от акций, не приводит к размыванию акционерного капитала.* Это неприятно вообще, а в наших условиях - особенно. Ведь, как отметил директор по управлению активами РАО “ЕЭС России” Александр Лопатин, поскольку при неразвитом отечественном фондовом рынке акции компаний недооценены, их выпуск означает распродажу активов компании по сниженным ценам.

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  |  |  |  |  |  |  |

**СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ**

* 1. Берзон Н. Рынок еврооблигаций – ключевые моменты // Рынок ценных бумаг. – 2000. - №9. – С. 73 – 75
	2. Благодатин А. Сколько стоил обмен ГКО на евробонды? // Финансовый бизнес. – 1998. - № 11 – 12. – С.32
	3. Бондарь Т. Опыт внешних облигационных заимствований российских регионов // Рынок ценных бумаг. – 2000. - № 9. – С.76 – 79
	4. www.rbk.ru
	5. www.finmarket.ru

**Приложение 1**

# Структура международных облигационных займов, млрд. долларов США

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | Брутто-эмиссия |  |  |  | Нетто-эмиссия |  |  |  |
| **11991** | **11992** | **11993** | **11994** | **11991** | **11992** | **11993** | **11994** |
| Всего | 318 | 344 | 481 | 372 | 171 | 119 | 184 | 154 |
| Классические  | 256 | 277 | 373 | 262 | 142 | 115 | 194 | 121 |
| С плавающей процентной ставкой | 19 | 43 | 67 | 77 | 33 | 24 | 45 | 51 |
| Конвертируемые | 42 | 24 | 40 | 33 | 25 | -20 | -55 | -58 |

## Приложение 2

**Таблица 2**

**Рейтинги Standart & Poor's и Moody's**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **Standart & Poor's** | **Характеристика эмитента** | **Обладатель** | **Доходность** | **Moody's** |
| AAA+ | Возможности эмитента по выплате долга и процентов чрезвычайно высоки (облигации наивысшего качества) | Швеция | Т+(1-1.5%) | Ааа1 |
| AAA | Австралия, Голландия | Ааа2 |
| AAA- | - | Ааа3 |
| AA+ | Возможности эмитента по выплате долга и процентов достаточно велики (облигации высокого качества) | Франция | Т+(1.5-2%) | Аа1 |
| AA | Испания | Аа2 |
| AA- | Финляндия | Аа3 |
| А+ | Возможности эмитента по выплате долга достаточно велики, но зависят от внутриэкономической ситуации (облигации в верхней группе среднего качества) | Мальта, Малайзия | Т+(2-2.5%) | А1 |
| А | Чехия, Гонконг | А2 |
| А- | Чили, Израиль | А3 |
| ВВВ+ | Возможности эмитентов по выплате долга и процентов зависят от внутриэкономической ситуации на данный момент (облигации среднего качества на границе между надежными бумагами и бумагами со спекулятивным уклоном) | - | Т+(2.5-3%) | Ваа1 |
| ВВВ | Китай, Индонезия | Ваа2 |
| ВВВ- | Польша, Колумбия | Ваа3 |
| ВВ+ | Нестабильность внутриэкономической ситуации может повлиять на платежеспособность эмитента (облигации в низкой группе среднего качества, имеющие риск неплатежа) | ЮАР, Индия | Т+(3-3.5%) | Ва1 |
| ВВ | Мексика | Ва2 |
| ВВ- | Аргентина | Ва3 |
| В+ | Ограниченная платежеспособность эмитента, соответствующая текущему объему выпущенных обязательств | Турция, Пакистан | Т+(4-4.5%) | В1 |
| В | Бразилия | В2 |
| В- | - | В3 |
| ССС+ | Некоторая защита интересов инвесторов присутствует, но риски и нестабильность высоки | - | - | Саа1 |
| ССС | - | Саа2 |
| ССС- | - | Саа3 |
| СС+ | Платежеспособность эмитента сильно зависит от внутриэкономической ситуации | - | - | Са1 |
| СС | - | Са2 |
| СС- | - | Са3 |
| С+ | Платежеспособность эмитента полностью зависит от внутриэкономической ситуации | - | - | С1 |
| С | - | С2 |
| С- | - | С3 |
| D | Долги просрочены | - | - |  |

## Приложение 3

**Зависимость доходности еврооблигаций от рейтинга страны**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  **Страна** | **Рейтинг Standart & Poor's** | **Доходность годовых, %** |
| Франция | АА+ | 5,97 |
| Испания | АА | 6,97 |
| Италия | АА | 7,15 |
| Польша | ВВВ- | 6,83 |
| Колумбия | ВВВ- | 7,23 |
| ЮАР | ВВ+ | 7,61 |
| Венгрия | ВВ+ | 8,12 |
| Чехия | ВВ+ | 8,21 |
| Перу | ВВ | 9,89 |
| Мексика | ВВ | 10,62 |
| **Россия** | **ВВ-** |  |
| Аргентина | ВВ- | 10,85 |
| Турция | В+ | 8,59 |
| Пакистан | В+ | 8,75 |
| Бразилия | В | 10,23 |

## Приложение 4

**Таблица 1**

**Выпуски еврооблигаций РФ по состоянию на 20.04.2000 г.**

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Дата выпуска | Дата погашения | Валюта выпуска | Объем выпуска, млрд. | Купонная ставка, % | Число купонных выплат в год | Цена размещения, % |
| 27 ноября 1996 | 27 ноября 2001 | USD | 1 | 9,25 | 2 | 99,561 |
| 25 марта 1997 | 25 марта 2004 | USD | 2 | 9 | 1 | 100,000 |
| 26 июня 1997 | 26 июня 2007 | USD | 2 | 10 | 2 | 99,164 |
| 28 октября 1997 | 28 октября 2007 | USD | 0,4 | 10 | 2 | 103,500 |
| 31 марта 1998 | 31 марта 2005 | DEM | 1,25 | 9,375 | 1 | 99,668 |
| 30 апреля 1998 | 30 апреля 2003 | ITL | 750 | 9 | 1 | 98,710 |
| 10 июня 1998 | 10 июня 2003 | USD | 1,25 | 11,75 | 2 | 98,790 |
| 24 июня 1998 | 24 июня 2028 | USD | 2,5 | 12,75 | 2 | 98,437 |
| 24 июля 1998 | 24 июля 2005 | USD | 2,969 | 8,75 | 2 | 73,801 |
| 24 июля 1998 | 24 июля 2018 | USD | 3,466 | 11 | 2 | 73,858 |

## Таблица 2

**Выпуски еврооблигаций субъектов РФ по состоянию на 20.04.2000 г.**

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Эмитент | Дата выпуска | Дата погашения | Валюта выпуска | Объем выпуска, млн. | Купонная ставка, % | Число купонных выплат в год | Цена размещения, % |
| Москва | 31 мая 1997 | 31 мая 2000 | USD | 500 | 9,5 | 2 | 99,8 |
| 9 апреля 1998 | 9 апреля 2001 | DEM | 500 | 9,125 | 1 | 99,83 |
| 18 мая 1998 | 18 мая 2001 | ITL | 400 000 | 9,875 | 1 | 99,64 |
| Санкт-Петербург | 18 июня 1997 | 18 июня 2002 | USD | 300 | 9,5 | 2 | 99,536 |
| Н.Новго-род | 3 октября 1997 | 3 октября 2002 | USD | 100 | 8,75 | 2 | 99,742 |

## Приложение 5

# Долгосрочные кредитные рейтинги внешних долговых обязательств субъектов РФ

|  |  |
| --- | --- |
| Эмитент | Рейтинги по состоянию на 01.08.98 г. и 10.05.2000 г. |
| Moody`s | Fitch IBCA | Standart & Poor`s |
| 1 августа 1998 г. | 10 мая2000 г. | 1 августа 1998 г. | 10 мая2000 г. | 1 августа 1998 г. | 10 мая2000 г. |
| Российская Федерация | B1 | B3 | BB- | B- | B+ | SD |
| Москва  | B1 | Caa1 | - | CCC | B+ | CCC+ |
| С.-П. | B1 | Caa1 | BB- | CCC | B+ | CCC+ |
| Республика Татарстан | B1 | Caa3 | - | - | B+ | SD |
| Республика Коми | B1 | Caa3 | BB- | C | - | - |
| Республика Саха | Caa3 | Ca | B+ | C | - | - |
| Московская обл. | B1 | Caa3 | B+ | \* | - | - |
| Ленинградская обл. |  | - | BB- | \* | - | - |
| Свердловская обл. | B1 | Caa3 | - | - | B+ | CCC- |
| Самарская обл. | B1 | Caa1 | - | - | B+ | CCC |
| Нижегородская обл. | B1 | Ca | - | - | B+ | \* |
| Калининградская обл. | - | - | B+ | CC | - | - |
| Иркутская обл. | - | - | - | - | B+ | CCC- |
| Белгородская обл. | - | - | B+ | \* | - | - |
| Красноярский край | B1 | Caa1 | BB- | \* | - | - |
| Ямало-Ненецкий АО | B1 | Caa1 | - | - | B+ | CCC- |

\*Рейтинг отозван