

Еврооблигации в процессе развития европейской интеграции

© 2012 К.А. Зимарин
кандидат экономических наук
ВТБ групп
E-mail: OET2004@yandex.ru

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

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

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 директивно-го 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. Секретариат ISMA располагается в Цюрихе, но большая часть работы проводится в Лондоне, где находится дочерняя компания, занимающаяся сбором и обработкой информации

о функционировании международного рынка ценных бумаг.

В процессе европейской интеграции в рамках стратегии формирования наднациональной финансовой инфраструктуры в 1980-е и 1990-е гг. страны ЕС постепенно производили изменения в своих национальных законодательствах, сближая многие положения регулирования фондового рынка. 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 (Second banking coordination directive)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 (торговля 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. В целом, рынок ценных бумаг ЕС регулируется на трех уровнях:

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

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

- 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, относятся 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)², 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. Директива предусматривала возможность для компаний по ценным бумагам торговать на фондовых биржах наравне с банками. Затем вместо ISD была принята усовершенствованная и более современная директива MiFID, в которой были закреплены ключевые понятия рынка ценных бумаг ЕС. В их число вошли следующие: передаваемые ценные бумаги (transferable securities), в том числе акции и депозитарные расписки на акции; облигации и другие долговые ценные бумаги, в том числе депозитарные расписки на облигации; иные ценные бумаги, дающие право на приобретение или продажу ценных бумаг. Инструменты денежного рынка (money-market instruments), согласно Директиве, включают в себя краткосрочные (до 1 года) финансовые инструменты, такие как казначейские векселя, депозитные сертификаты, коммерческие бумаги, другие платежные инструменты. Введенное Директивой понятие "финансовый инструмент" подразумевает не только ценные бумаги и инструменты денежного рынка, но и инструменты институтов коллективного инвестирования, расчетные и поставочные производные финансовые инструменты (опционы, фьючерсы, своп, форварды) с различными базовыми активами.

Одно из ключевых понятий MiFID - "инвестиционная фирма", являющаяся лицом, осуществляющим одну или более инвестиционных услуг третьим лицам или реализующим один или более видов инвестиционной деятельности. Государства ЕС могут признать инвестиционной фирмой организацию, не являющуюся юридическим лицом, если будут соблюдены требования по защите интересов третьих лиц (в том числе клиентов).

Институтами, к которым обращено действие MiFID, являются профессиональные участники рынка ценных бумаг - инвестиционные фирмы, для функционирования которых необходимо получение разрешения (лицензии) в государстве регистрации головного офиса. При этом действие MiFID распространяется на все инструментальные сегменты рынка: акции, облигации, производные финансовые инструменты, рынок коллективных инвестиций. После лицензирования в каком-либо государстве ЕС компания должно быть предоставлено право деятельности на территории всего ЕС без необходимости получения дополнительного разрешения в других странах ЕС. Директивой также установлены единые требования к раскрытию информации на рынке ценных бумаг, к хранению информации о сделках, требования к отчетности профессиональных участников рынка.

Функции финансового регулятора по рынку ценных бумаг ЕС на наднациональном уровне выполняют профильные комитеты при Совете ЕС по экономике и социальным вопросам и Комитет по европейским ценным бумагам. Последний создан в 2001 г. для улучшения координации политики ЕС в области регулирования рынка ценных бумаг и подготовки рекомендаций Еврокомиссии. Одновременно в 2001 г. была создана независимая консультативная группа "Комитет регуляторов рынка ценных бумаг ЕС", в задачи которого входит проведение срочных консультаций по вопросам, касающимся рынка ценных бумаг.

В числе организаций, вовлеченных в разработку стандартов и правил на рынке финансовых услуг, следует также назвать Банк международных расчетов (BIS - Bank for International Settlements), Международную ассоциацию по свопам и производным инструментам (ISDA - International Swaps and Derivatives Association), Международную ассоциацию по рынку ценных бумаг (ISMA - International Securities Market Association).

Важно отметить, что директивы ЕС не дают исчерпывающего описания конечной конфигурации национальных регуляторов рынка ценных

бумаг для стран ЕС. Вопросы внутреннего порядка функционирования регуляторов рынка ценных бумаг в странах ЕС управляются на уровне национальных законодательств. Причем страны используют разные модели такого регулирования - от создания мегарегулятора на всем финансовом рынке до нескольких регулирующих органов в отдельных сегментах рынка ценных бумаг.

В 2009 г., в период глобального финансово-экономического кризиса, рабочая группа представила Европейской комиссии доклад о развитии системы надзора за финансовыми учреждениями стран ЕС. Было предложено создать Европейский совет по системным рискам (ECSR), который должен осуществлять макроэкономический надзор за ситуацией во всех сегментах финансовых рынков. Также было рекомендовано учредить Европейскую систему финансового надзора (ESFS), которая обеспечит координацию действий национальных надзорных органов и выработку новых стандартов в данной области. В декабре 2009 г. министры финансов ЕС согласовали вариант создания органов общеевропейского банковского, финансового и страхового надзора, работа которых должна проводиться совместно с ECSR.

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. К числу самых известных и крупных рейтинговых компаний, работающих в данной сфере, относятся Standard & 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. 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.

В настоящее время в Европе реализуется проект создания собственного рейтингового агентства. Это во многом связано с тем, что правительства всех стран еврозоны с введением евро также фактически вышли на рынок еврооблигаций. Если ранее правительства выпускали государственные ценные бумаги исключительно на внутреннем рынке, то теперь ценные бумаги зачастую эмитируются в масштабе всей Европы в соответствии с правилами и стандартами европейских фондовых рынков. Региональные и местные правительства европейских стран все охотнее стали прибегать к заимствованиям на рынке еврооблигаций, что не в последнюю очередь обусловлено процессами децентрализации финансовых и политических полномочий. К примеру, высокую активность проявляют немецкие земли и итальянские регионы. Риск этих квазисуверенных эмитентов тесно связан с риском государства в целом. Рейтинг региональных правительств, согласно существующим правилам, не может превышать рейтинг страны, при этом рейтинги кредитоспособности регионов даже одного государства могут сильно различаться между собой.

Среди тех, кто приобретает ценные бумаги на рынке еврооблигаций, принято выделять категории институциональных и розничных инвесторов. К институциональным инвесторам относятся страховые компании, пенсионные фонды, фонды управления активами, хедж-фонды, банки и другие институты. Поскольку в ЕС существует значительный потенциал для развития современных форм коллективного инвестирования, можно спрогнозировать дальнейшее увеличение роли институциональных инвесторов в Европе. Институциональные инвесторы также именуется профессионалами, поскольку их работа проводится при всестороннем обеспечении

процесса инвестирования, включая макроэкономические исследования, макроэкономическое моделирование и прогнозирование, всесторонний мониторинг, управление рисками. 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. Приведем данные о кредитных рейтингах стран еврозоны и доходности их 10-летних гособлигаций 2012 г. (см. таблицу).

Как видно из таблицы, государственные облигации Германии в настоящее время имеют очень низкую доходность, а самым сильным не-

доверием инвесторов пользуется Греция. 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 и 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.

Покажем, как менялась доходность 10-летних государственных облигаций стран еврозоны в период с 2009 по 2012 г. (см. рисунок).

Судя по рисунку, совершенно очевидно, что наибольшую остроту кризис в проблемных странах еврозоны приобрел в 2011-2012 гг., причем в самом тяжелом положении находится Греция, балансирующая на грани суверенного дефолта. Тяжелая ситуация также на Кипре, в Италии, Португалии, Испании. На этом фоне достаточно благополучно чувствует себя Финляндия, также очень устойчивы позиции Германии.

Со своей стороны, Европейский центральный банк (ЕЦБ) в период глобального финансово-экономического кризиса стал периодически

Кредитные рейтинги стран еврозоны и доходность гособлигаций*

Страна/ Рейтинговое агентство	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

* URL: www.bloomberg.com.

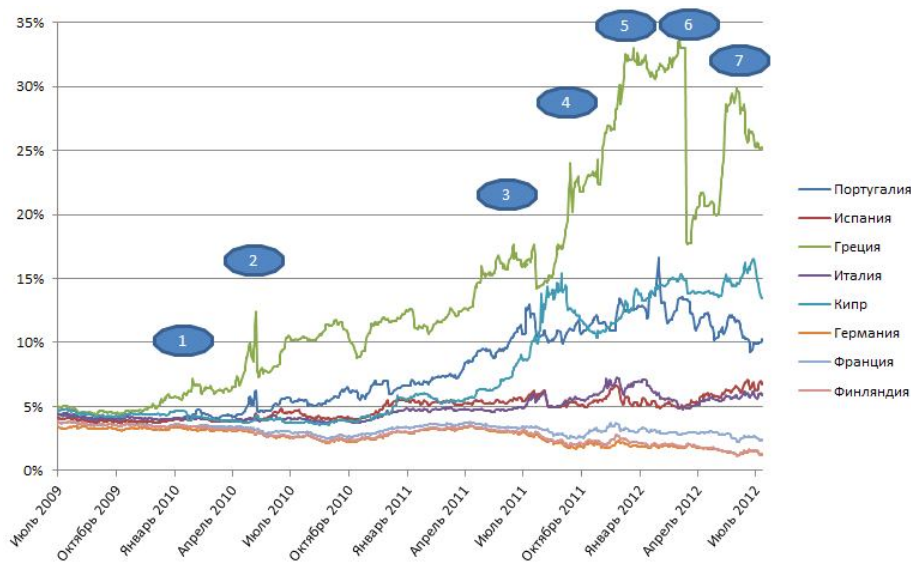


Рис. Динамика доходности 10-летних государственных облигаций стран еврозоны, 2009-2012 гг.

Источник. Bloomberg. URKL: www.bloomberg.com.

покупать государственные бумаги проблемных стран еврозоны в рамках системы мероприятий SMP (Securities Markets Programme), 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 приобретал 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.

В заключение необходимо отметить, что 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. Кроме того, на рынке еврооблигаций актуальной и очень острой проблемой является соблюдение должного баланса в заимствованиях посредством эмиссии государственных облигаций с показателями реального экономического роста в странах ЕС. 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.

¹ International financial market regulation. L., 1994. P. 105.

² Ibid. P. 136.

Поступила в редакцию 06.05.2012 г.