

УДК 339.727

## СРАВНИТЕЛЬНАЯ ОЦЕНКА ПРЕДПОЧТИТЕЛЬНОСТИ ВЫПУСКА ЕВРООБЛИГАЦИЙ ПО СРАВНЕНИЮ С ДРУГИМИ ЗАЕМНЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ

*Жук И.Н., к.э.н., доц.*

*Белорусский государственный экономический университет»,*

*г. Минск, Республика Беларусь*

*Белковец А.М., начальник отдела ОАО «Банк развития Республики Беларусь»,*

*г. Минск, Республика Беларусь*

**Ключевые слова:** еврооблигация; синдицированный кредит; еврокоммерческий вексель; кредитная нота.

*В статье анализируются основные отличительные особенности долговых инструментов привлечения ресурсов на внешнем финансовом рынке; достоинства и недостатки отдельных инструментов привлечения внешних инвестиций. Приводятся преимущества еврооблигаций как средства привлечения долгосрочного финансирования, которые невозможно получить на внутреннем рынке заемного капитала, среди которых: гибкость инструмента, широкий круг инвесторов, высокие объемы заимствований, отсутствие залога, более низкая стоимость организации заимствования, возможность управления долгом, рыночный характер заимствования. Рассматривается привлекательность инвестирования в еврооблигации для инвесторов, а именно: надежность инструмента вложения средств, высокая ликвидность рынка еврооблигаций, мягкий режим регулирования, возможность диверсификации инвестиций, хеджирование инвестиций, вероятность получения стабильного дохода, низкая степень риска снижения доходности по сравнению с вложением средств в акции, сравнительно невысокие транзакционные издержки, льготный режим налогообложения. Делается вывод о том, что на мировом финансовом рынке дефолтов по еврооблигациям меньше, чем на локальных рынках, что в конечном итоге позволило еврооблигациям всего за несколько десятилетий занять значительное место среди инструментов привлечения внешнего финансирования, а также ключевую позицию на мировом рынке ценных бумаг.*

Интерес заемщиков к разнообразному кругу международных финансовых инструментов вполне закономерен и определяется их широкими потенциальными возможностями. На данном рынке заемщиков привлекает относительная дешевизна заемных средств, возможность заявить о себе мировому финансовому миру, привлечь внимание инвесторов и упрочить репутацию фирмы. Чтобы реализовать эти цели эмитент (заемщик) может использовать следующие основные долговые инструменты: синдицированный кредит (Syndicated loan); еврокоммерческий вексель (Euro-commercial paper, ECP); кредитная нота (Credit linked notes, CLN); еврооблигация (Eurobond), основные отличительные особенности которых представлены в таблице 1<sup>7</sup>.

Анализ данных таблицы 2 свидетельствует о том, что с точки зрения условий привлечения инвестиций синдицированный кредит и еврокоммерческий вексель имеют ряд недостатков. Следовательно, для привлечения значительных объемов долгосрочного фондирования на международном финансовом рынке целесообразно использование еврооблигаций.

Привлечение суверенными заемщиками долгосрочного внешнего финансирования в форме кредитов международных финансовых организаций (МФО) или кредитов зарубежных правительств не является альтернативой международным облигационным займам, поскольку они обусловлены либо выполнением согласованных программ макроэкономической стабилизации, либо определенными уступками в отношении страны-кредитора, утрачивая, таким образом, рыночный характер.

<sup>7</sup> Кредитные ноты отдельно не рассматриваются, поскольку по своей сути они являются еврооблигациями и отличаются от последних только механизмом размещения выпуска

Таблица 1 – Основные отличительные особенности долговых инструментов привлечения ресурсов на внешнем финансовом рынке

	Синдицированный кредит	Еврокоммерческий вексель	Еврооблигация
Сроки заимствования	кратко- и среднесрочные (от 6 мес. до 5 лет)	краткосрочные (до 1 года)	средне и долгосрочные (свыше 1 года)
Круг инвесторов	несколько банков	ограниченный круг инвесторов	международная дистрибуция
Объем привлечения	от 5 до 500 млн долл. США	от 50 до 100 млн долл. США	от 100 млн до нескольких млрд долл. США
Срок подготовки документации	до 2 месяцев	до 3 месяцев	до 4 месяцев
Листинг биржи	не требуется	не требуется	требуется
Наличие отчетности по МСФО	не требуется	требуется	требуется
Аудит отчетности	не требуется	требуется	требуется
Кредитный рейтинг	не требуется	не требуется	требуется
Ковенанты	присутствуют	отсутствуют	присутствуют
Уровень раскрытия информации	незначительный	незначительный	значительный
Издержки организации сделки	до 100 тыс. долл. США	до 350 тыс. долл. США	до 1 000 тыс. долл. США

Источник: собственная разработка на основе [3; 6]

Еврооблигации как средство привлечения долгосрочного финансирования имеют следующие преимущества, которые невозможно получить на внутреннем рынке заемного капитала.

1. Гибкость инструмента. Эмитент имеет свободу в выборе условий эмиссии своих еврооблигаций, а рынок определяет ставку (доходность) по ним. Доходность облигации в первую очередь зависит от кредитного рейтинга эмитента и срока заимствования. Эти условия являются определяющими для расчета цены риска, т.е. маржи, которую эмитент должен заплатить рынку относительно стоимости бенчмарка (эталонной безрисковой бумаги с аналогичным сроком). Для выпусков в долларах США бенчмарком являются американские казначейские обязательства (United States Treasury security), для выпусков в евро – государственные ценные бумаги Германии.

Таблица 2 – Основные характеристики отдельных инструментов привлечения внешних инвестиций

Синдицированный кредит	Еврокоммерческий вексель	Еврооблигация
ограниченный круг инвесторов; ограничение объема финансирования страновыми лимитами банков; снижение объема межбанковского кредитования из-за утилизации странового лимита при использовании суверенными или квази-суверенными заемщиками; относительно короткие сроки финансирования	короткие сроки финансирования; незначительный объем финансирования; относительно ограниченный круг инвесторов; невозможность использоваться суверенными заемщиками	длительная процедура выпуска; необходимость получения рейтингов от международных рейтинговых агентств; жесткие требования по раскрытию информации; существенные юридические расходы на организацию выпуска; сильная зависимость размещения от конъюнктуры рынка

Источник: собственная разработка на основе [1; 3; 4].

2. Широкий круг инвесторов. По данным агентства Рейтерс, только за 2014 год заемщиками из развивающихся стран было осуществлено 742 выпуска еврооблигаций на общую сумму более 480 млрд долл. США [7].

3. Высокие объемы заимствований. Если синдицированные кредиты – это «штучный товар», т.е. каждый кредит сопровождается переговорами с банками-кредиторами, подготовкой нового кредитного соглашения, то выпуск облигаций по мере возрастания известности эмитента, формирования им положительной кредитной истории, становится достаточно рутинным занятием и позволяет заимствовать большие объемы в нужное для эмитента время.

4. Отсутствие залога, обычно предоставляемого в качестве обеспечения банковского кредита. Еврооблигации, как правило, являются необеспеченными. Иногда в качестве обеспечения используется гарантия другой организации (МФО, материнской компании).

5. Более низкая стоимость организации заимствования. При привлечении средств посредством синдицированного кредита комиссия банкам за организацию кредитования составляет до 1 % от суммы кредита, дополнительно возмещаются расходы на юридических консультантов. Комиссионные банков-организаторов выпуска еврооблигаций, как правило, не превышают 0,3 % от объема выпуска.

6. Возможность управления долгом. В отличие от кредитов, где заемщик может изменить условия заимствования только с согласия конкретного кредитора, при заимствовании посредством выпуска облигаций существуют инструменты, позволяющие управлять долгом. К таким инструментам можно отнести: обмен облигаций, приходящихся к погашению, на облигации с более поздним сроком погашения; обратный выкуп облигаций (buy-back); рефинансирование долга посредством нового выпуска [2, стр. 106 – 109].

7. Рыночный характер заимствования. Выпуск облигаций существенно повышает публичность и открытость заемщика, который вынужден не только раскрывать свое финансовое состояние, но и постоянно поддерживать свой имидж. Но при этом привлечение средств посредством выпуска облигаций существенно снижает зависимость эмитента от кредиторов, т.е. эмитенту не предъявляются некие нефинансовые условия предоставления ресурсов.

Особо следует обратить внимание на преимущества инвестирования в еврооблигации для инвесторов, которые заключаются в следующем.

1. Надежность инструмента вложения средств, обеспечиваемая за счет следующих элементов: присвоение международного рейтинга; прохождение процедуры биржевого листинга; использование системы ковенант (covenants).

2. Высокая ликвидность рынка еврооблигаций, определяемая тем, что разница между максимальными ценами заявок на покупку и минимальными ценами заявок на продажу является незначительной, что позволяет быстро продать или купить нужную бумагу. Кроме того, ликвидность данного рынка увеличивается благодаря наличию различных видов операций (от простой купли-продажи до РЕПО, опционов, залогов, займов и др.). Развитая инфраструктура – клиринговые системы, маркет-мейкеры, синдикаты андеррайтеров – также обеспечивает высокую ликвидность рынка.

3. Мягкий режим регулирования. Национальное законодательство, как правило, не регламентирует деятельность национальных субъектов хозяйствования на рынке еврооблигаций, с другой стороны, являясь инструментом международного рынка, еврооблигации не относятся к компетенции национальных органов регулирования.

4. Хорошая возможность диверсификации инвестиций. Многообразие эмитентов различных кредитных качеств и видов деятельности, регионов, форм, валют долговых инструментов упрощает международным инвесторам формирование диверсифицированных портфелей.

5. Хеджирование инвестиций. Мировой фондовый рынок предлагает инвесторам возможность хеджирования инвестиций в долговые инструменты. Это реализуется с помощью CDS (кредитные дефолтные свопы), FRA (форвардные соглашения), IRS (процентные свопы) и других инструментов. CDS отражает кредитный риск и представляет собой, по сути, страховку от дефолта эмитента – корпорации или государства.

6. Возможность получения стабильного дохода. Как правило, при выпуске облигационного займа определяется фиксированная процентная ставка по купонным выплатам. Если ставка установлена в привязке к плавающим элементам (например, ставке Либор или Еврибор), то инвестор, используя процентные свопы, может минимизировать свой риск.

7. Низкая степень риска снижения доходности по сравнению с вложением средств в акции. Доход, получаемый инвестором по облигациям, не зависит от результатов хозяйственной деятельности инвестора или от волатильности рынка. То есть вложения в облигации являются менее рискованными.

8. Сравнительно невысокие транзакционные издержки. Для инвестора расходы на приобретение облигаций фактически зависят от размера комиссионных брокеру.

9. Льготный режим налогообложения. По еврооблигациям проценты выплачиваются без вычета налогов на проценты и дивиденды (withholding tax). Налог (уже как чисто подоходный налог) платится инвесторами по законодательству своей страны. 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. Принимая во внимание, что еврооблигации в основном выпускаются на предъявителя, это позволяет инвесторам применять различные схемы минимизации налогообложения, в том числе посредством торговли через оффшорные счета [5, с. 26].

Таким образом, инвесторы на рынке еврооблигаций, в его широком понимании, хорошо защищены и имеют массу возможностей для реализации своих целей. В целом можно отметить, что дефолтов по еврооблигациям меньше, чем на локальных рынках. Это связано с особой ценностью международной репутации, защитой прав и интересов инвесторов. Значительные преимущества, которыми обладают еврооблигации как с точки зрения заемщика, так и точки зрения кредитора (инвестора) позволили еврооблигациям всего за несколько десятилетий занять значительное место среди инструментов привлечения внешнего финансирования, а также ключевую позицию на мировом рынке ценных бумаг.

#### Список использованных источников

1. Бельзецкий, А.И. Международный рынок ценных бумаг : учеб.-метод. комплекс / А.И. Бельзецкий. – Минск : Изд-во Мин. ин-т упр., 2010. – 442 с.
2. Внешний долг государства: методология и стратегия управления : моногр. / И.Н. Жук. – Минск : БГЭУ, 2010. – 218 с.
3. Максимова, В.Ф. Международные финансовые рынки и международные финансовые институты : учеб.-метод. комплекс / В.Ф. Максимова, К.В. Максимов, А.А. Вершинина. – Москва : Евраз. открытый ин-т, 2009. – 175 с.
4. Мировые финансы : пер. с англ. / М.В. Энг [и др.]. – Москва : ДеКА, 1998. – 734 с.
5. Овсейко, С. Еврооблигационные займы / С. Овсейко // Вестн. Асоц. белорус. банков. – 2010. – № 24. – С. 13–29.
6. Фабоцци, Ф.Дж. Рынок облигаций: анализ и стратегии : пер. с англ. / Ф.Дж. Фабоцци. – Москва : Альпина бизнес букс, 2005. – 874 с.
7. Vellacott, C., Jones, M. Emerging market bond issuance hits record high in 2014 [Electronic resource]. / Reuters. – 30.12.2014. – Mode of access: <http://www.reuters.com/article/2014/12/30/emergingmarkets-bonds-idUSL6N0UD23520141230>. – Date of access: 01.05.2015.

УДК 330.101

## IDENTIFICATION OF MODEL OF THE PRODUCTION PROCESS FOR THE PURPOSES OF QUALITY MANAGEMENT

*Izdebski Waldemar, prof. University of Warsaw, Poland*  
*Alot Zbigniew, MSc. University of Technology and Humanities*  
*of Casimir Pulaski in Radom, Poland*

**Keywords:** process model, identification, process evaluation, statistical process control, quality management.