

Особенности рынка российских корпоративных еврооблигаций

Багрей Иван Юрьевич,
аспирант Департамента финансовых
рынков и банков, Финансовый уни-
верситет при Правительстве Россий-
ской Федерации, ivanbagrey@mail.ru

Предмет. На протяжении последних двадцати лет наблюдается ускоренный процесс развития российского рынка корпоративных еврооблигаций. Заметно выросло количество эмитентов и объемы их заимствований. Но для четкого прогнозирования его дальнейшего развития, особенно в условиях введения международных финансовых санкций, требуется глубокий анализ и выявление основных особенностей и тенденций данного рынка.

Задачи. Анализ номинального объема привлеченных средств при размещении корпоративных еврооблигаций, отраслевой принадлежности эмитентов, крупнейших заемщиков, валюта и срочности погашения задолженности.

Методология. Работа опирается на общенаучные и на специальные (статистические) методы, а также на принципы системности и объективности.

Результаты. Исследование показало, что объем ежегодно выпускаемых российских корпоративных еврооблигаций растет поступательно и циклически, достигая своих локальных максимумов в предкризисные годы, например 1997 или 2007 гг., а затем резко снижаясь. Подобная ситуация имела место и в 2014 году, что дополнительно связано с введением международных санкций. В качестве первой особенности рынка российских корпоративных еврооблигаций указан высокий уровень концентрации. Номинальный объем выпущенных еврооблигаций компаний банковского и нефтегазового секторов составляет приблизительно 73% от общего объема привлеченных средств. Наблюдается высокая концентрация среди эмитентов. На долю десяти крупнейших заемщиков приходится почти 62 % от общего номинального объема эмиссии еврооблигаций. Второй особенностью является то, что в список этих десяти крупнейших

В 2016 году исполняется двадцать лет первому в истории России выпуску корпоративных еврооблигаций. За этот период времени с российским рынком корпоративных еврооблигаций произошли как серьезные количественные, так и заметные качественные изменения. Выросло количество эмитентов, объемы заимствований, оборот торгов с российскими еврооблигациями. Также изменилась структура данного рынка, параметры выпускаемых инструментов стали сложнее, механизм эмиссии еврооблигаций стал более инновационным и технологичным. Практически на всем отрезке времени с 1996 до 2016 года российские корпоративные еврооблигации пользуются спросом со стороны крупнейших мировых инвесторов, а Россия является полноправным участником международного рынка долговых ценных бумаг [7].

В 2014 году Российской Федерации столкнулась с введением международных финансовых санкций со стороны Соединенных Штатов Америки (США) и Европейского Союза (ЕС), что оказало сильнейшее воздействие на экономику России и на положение нашей страны в мировом сообществе. Для того, чтобы прогнозировать дальнейшее развитие российского рынка корпоративных еврооблигаций необходимо рассмотреть эмитентов и некоторые важные характеристики данного рынка. Следует определить особенности развития российского рынка корпоративных еврооблигаций, чтобы понять в каком направлении продолжается его развитие в ситуации, когда по причине международных финансовых санкций многие российские корпоративные эмитенты вынуждены искать альтернативные источники финансирования.

Из российских авторов наиболее заметный вклад в изучение проблем внешних заимствований российских компаний внесли Б. Рубцов, О. Буклемишев, Д. Михайлов, А. Краснов, Л. Красавина и другие [4].

Рассмотрим объемы эмиссии российских корпоративных еврооблигаций в период с 1996 по 2015 гг. Всего за этот период компаниями было привлечено 289,9 млрд. долларов США, в среднем по 14,5 млрд. долларов США в год. Данные, приведенные на рисунке 1, свидетельствуют о высоких темпах роста объема заимствований компаний из России. Так, например, с 2000 по 2007 гг. номинальный объем выпущенных за год еврооблигаций в среднем возрастал ежегодно в 1,59 раза, а максимальные значения данного параметра были установлены в 2012 и 2013 гг. на уровне 48,2 и 46,2 млрд. долларов США соответственно. За этот временной отрезок было выпущено приблизительно 32,6% всех еврооблигаций российских корпоративных эмитентов.

Анализ распределения объемов ежегодно выпускаемых российских корпоративных еврооблигаций позволяет выявить важную особенность. Объем заимствований растет поступательно, а своих локальных максимальных значений данный показатель достигает в предкризисные годы. Такая тенденция прослеживается в 1997 г., когда с помощью еврооблигаций компаниями было привлечено приблизительно 9 млрд. долларов США. Вернуться на этот уровень заимствований корпоративные эмитенты смогли только в 2005 г. Перед кризисом 2008 г. был установлен рекорд в 35,3 млрд. долларов США. В 2014 и 2015 гг. объем заимствований в среднем упал в 8 раз относительно уровня 2013 г., что может быть

связано и с замедлением российской экономики, и с наложенными на страну санctionами.

Еще одна особенность российского рынка корпоративных еврооблигаций выявляется при анализе отраслевой структуры заемщиков, представление о которой дает таблица 1. Среди эмитентов наибольшую долю занимают представители финансового сектора, т.е. банки и финансовые институты, на которые приходится приблизительно 47% от общего объема выпущенных еврооблигаций. Среди них крупнейшими эмитентами являются банки с государственным участием или участником Банка России: публичное акционерное общество (ПАО) «Банк ВТБ», ПАО «Сбербанк России», АО «Газпромбанк», АО «Россельхозбанк». На долю указанных банков приходится 29,3% от общего объема выпущенных еврооблигаций. Поэтому есть основание утверждать, что российские системообразующие банки формируют почти треть внешней корпоративной задолженности России по еврооблигациям.

На втором месте по объему выпущенных еврооблигаций находятся компании нефтегазовой отрасли. Именно в этой категории находится самый крупный корпоративный эмитент еврооблигаций в России – ПАО «Газпром», доля которого составляет 15,35% от общего номинального объема задолженности по данному инструменту в период с 1996–2015 гг. Другой крупной корпорацией, аналогично ПАО «Газпром», привлекающей внешние заимствования, является ОАО «НК «Роснефть». Тем не менее, объем еврооблигационных займов этой компании существенно ниже и составляет всего 2,98% от общего номинального объема эмиссии российскими эмитентами. Также крупными заемщиками, осуществляющими свою основную деятельность в нефтегазовой отрасли, являются ПАО «ЛУКОЙЛ», ОАО «Газпром нефть», ОАО «Новатэк».

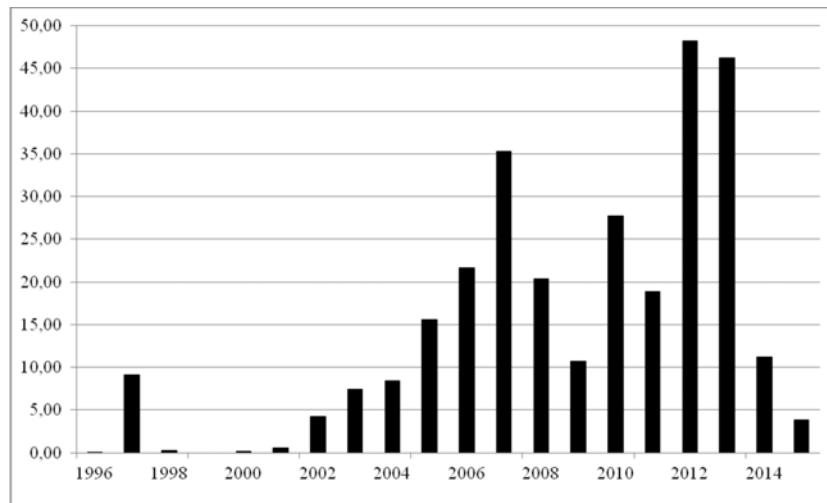


Рис. 1. Объемы эмиссии корпоративных еврооблигаций российских эмитентов в 1996–2015 гг., млрд. долл. США. Источник: Bloomberg

Таблица 1
Отраслевая структура российских эмитентов корпоративных еврооблигаций в 1996–2015 гг.

Источник: расчеты автора на основе данных Bloomberg

Основные отрасли	Доля от общего объема эмиссии, %
Банки и финансовые институты	46,75
ГК "Внешэкономбанк"	5,75
Железнодорожная	2,91
Нефтегазовая	26,34
Связь и телекоммуникации	4,46
Трубная промышленность	2,41
Черная и цветная металлургия	5,87
Другие	5,51

Как следует из таблицы 1, еще одним крупным еврооблигационным эмитентом выступает ГК «Внешэкономбанк». На него приходится 5,75% от общего номинального объема заимствований, что сопоставимо с объемом привлеченных средств, например, компаний черной и цветной металлургии.

По нашим подсчетам общее число компаний, выпускавших еврооблигации в период с 1996 по 2015 гг., составляет 137. Помимо отраслей, указанных в таблице 1, эмитентами данных ценных бумаг являются представители энергетической, пищевой, машиностроительной, угольной, химической и других отраслей хозяйственной деятельности.

Проведенный отраслевой анализ российских эмитентов еврооблигаций выявляет важную особенность данного рын-

ка, заключающуюся в том, что он обладает высокой концентрацией. На компании всего двух отраслей хозяйственной деятельности, а именно банковской и нефтегазовой, приходится приблизительно 73% всех заимствований с помощью еврооблигаций денежных средств.

Данная особенность прослеживается и при рассмотрении крупнейших эмитентов корпоративных еврооблигаций. При изучении статистической информации из таблицы 2 можно увидеть, что только 2 из 10 крупнейших заемщиков представляют не банковскую или нефтегазовую отрасль (ОАО «Российские железные дороги» и ПАО «Вымпелком»).

Высокая концентрация рынка российских корпоративных еврооблигаций проявляется так же и в том, что на нескольких крупных заемщиках приходится высокая доля общего

Управление инвестиционной деятельностью

Таблица 2

Крупнейшие эмитенты корпоративных еврооблигационных займов в 1996-2015 гг., в % от общего объема

Источник: расчеты автора на основе данных Bloomberg

Эмитент	Номинальный объем эмиссии, млрд. долл. США	Доля от общего объема эмиссии, %
ПАО "Газпром"	44,51	15,35
ПАО "Банк ВТБ"	31,84	10,98
ПАО "Сбербанк"	20,16	6,95
ПАО "Газпромбанк"	17,35	5,98
ГК "Внешэкономбанк"	16,68	5,75
АО "Россельхозбанк"	15,55	5,36
ПАО "НК Роснефть"	8,65	2,98
ОАО "Российские железные дороги"	8,44	2,91
ПАО "Вымпелком"	8,12	2,80
ПАО "ЛУКОЙЛ"	7,93	2,73

объема привлеченных российскими компаниями денежных средств. Данные из таблицы 2 показывают, что 5 крупнейших эмитентов еврооблигаций в России заимствовали 45% от общего объема средств. На 10 крупнейших заемщиков приходится почти 62 % от общего номинального объема эмиссии еврооблигаций. Примечательно, что в список этих десяти эмитентов в основном входят корпорации с частичным или полным государственным участием. Это является второй важной особенностью российского рынка корпоративных еврооблигаций.

Еще одним вопросом выступает валютная структура еврооблигационных заимствований. Ведь на выбор валюты обязательства влияют такие факторы, как разница в процентных ставках между валютами, требования к ликвидности и так далее. Около 76% от общего объема выпущенных эмитентами из РФ еврооблигаций приходится на ценные бумаги, минированные в долларах США. Доминирующее положение привлечений в данной валюте совпадает с общемировыми тенденциями (порядка 85% оборота на мировом валютном рынке приходится на доллары США). По нашим расчетам в евро было привлечено 11,6% всех выпущенных корпоративных еврооблигаций, на рубли пришлось примерно 6,1%.

Важно, что заимствования во внутренней валюте могли позволить себе не только ведущие компании, но и менее крупные эмитенты. Примечательно, что доля российских еврооблигаций в рублях, эмиссия которых началась в 2006 г., в последние годы получает все более широкое распространение.

С точки зрения сроков заимствования денежных средств еврооблигации российских корпоративных эмитентов можно разделить на пять категорий. Наибольшую долю, а именно 48,5% от общего объема выпущенных бумаг (занимают привлечения на срок от 5 до 10 лет. 20,3% приходится на бумаги, обращающиеся 5 лет. По сути для большинства российских эмитентов срочность еврооблигационных займов до 10 лет является оптимальной. По нашему мнению, это может происходить по двум причинам. Во-первых, лишь небольшая часть российских компаний может привлекать внешнее финансирование на период от 15-20 лет, так как не все корпоративные эмитенты имеют достаточную финансовую устойчивость, платежеспособность и требуемый уровень кредитного рейтинга. Во-вторых, история российского рынка корпоративных еврооблигаций насчитывает 20 лет, сопровождавшиеся несколькими финансовыми кризисами, что делает затруднительным планирование при-

влечения денежных средств для большинства небольших эмитентов [1,7].

Около четверти всех еврооблигационных заимствований привлекается на срок от 10 до 20 лет. В этой категории в основном представлены крупнейшие российские эмитенты, такие как ПАО «Газпром», ПАО «НК «Роснефть», ПАО «ЛУКОЙЛ», ПАО «Вымпелком», ПАО «Банк ВТБ», ПАО «Сбербанк России», АО «Газпромбанк», АО «Россельхозбанк», ПАО «Мобильные телесистемы», АО «Альфа-Банк» и другие.

Также нельзя не отметить, что российскими корпоративными эмитентами было выпущено несколько бессрочных (perpetual) займов. Такими эмитентами выступают ПАО «Банк ВТБ», АО «Газпромбанк» и ПАО «Промсвязьбанк». Однако их доля в общем объеме привлеченных через еврооблигации средств незначительна и составляет всего 1,63%.

Рассматривая распределение объемов эмиссии российских корпоративных еврооблигаций относительно размера одного выпуска, стоит отметить, что масштабные выпуски еврооблигаций свыше 1,5 млрд. долларов США (15,4% от общего объема эмиссии) проводят исключительно крупные российские эмитенты: ПАО «Газпром», ПАО «Банк ВТБ», ГК «Внешэкономбанк», ОАО «Газпром нефть», ПАО «Сбербанк», ПАО «ЛУКОЙЛ» и ОАО «Российские железные дороги», представленные выше в таблице 2. Большинство эмитентов, являющихся менее крупными и устойчивыми, привлекают денежные средства от 500 млн. до 1,5 млрд. долларов США (59,4% от общего объема эмиссии в 1996-2015 гг.). Доля заимствований менее 500 млн. долларов США равняется приблизительно 25%.

Таким образом, после проведения анализа российского рынка корпоративных еврооблигаций, следует указать, что крупнейшими эмитентами являются системообразующие

компаний банковского и нефтегазового секторов. На них приходится порядка 73 % от общего объема эмиссии корпоративных еврооблигаций российских эмитентов в 1996-2015 гг. Данные компании, являясь наиболее перспективными и устойчивыми заемщиками на внешних рынках, привлекают большую часть денежных средств, приходящихся на российские еврооблигации. К их числу относятся, к примеру, ПАО «Газпром», ПАО «Банк ВТБ», ПАО «Сбербанк России», АО «Газпромбанк», АО «Россельхозбанк», которые суммарно разместили около 45 % от общего объема номинала выпущенных российских корпоративных еврооблигаций. Подобная статистика раскрывает две важные особенности российского рынка корпоративных еврооблигаций. Первой является высокий уровень концентрации корпоративного еврооблигационного долга. Вторая особенность заключается в том, что, несмотря на большое число эмитентов корпоративных еврооблигаций, (по нашим подсчетам их 137), большой объем задолженности приходится на корпорации с государственным участием. Выделенные особенности российского рынка корпоративных еврооблигаций должны быть учтены при оценке его устойчивости и перспектив дальнейшего развития, особенно с учетом международных финансовых санкций, наложенных на Российскую Федерацию.

Как отмечает Я. М. Миркин, воздействие финансовых санкций, включающих ограничение российским компаниям доступа на международные рынки капитала, пока невелико, но это, в первую очередь, связано низким сроком данного воздействия [3]. Тем не менее, объем размещенных еврооблигационных займов в 2014 и 2015 гг. уже снизился к уровню 2013 г. в среднем в 8 раз, что может являться именно эффектом от международных санкций. Также объем привлечений компаниями денежных средств с помо-

щью еврооблигаций растет постепенно, снижаясь в кризисные периоды. Но с учетом того, что большинство еврооблигационной задолженности приходится на крупных эмитентов в основном с государственным участием, то при возникновении необходимости замещения внешнего финансирования, может негативно сказаться как на российском рынке корпоративных еврооблигаций, так и на экономике России в целом.

Литература

1. Балюк, И. Рынок еврооблигаций: между прошлым и будущим [Текст] / И. Балюк // Национальный банковский журнал. - 2016. - № 8. - С. 22-25.
2. Дынкин, А. Стратегический глобальный прогноз 2030. Расширенный вариант / Под ред. акад. А. А. Дынкина / ИМЭМО РАН. – М.: Магистр, 2011.
3. Лялин, В. А. Становление и развитие российского рынка облигаций [Текст] / В. А. Лялин // Проблемы современной экономики. - 2014. - № 1. - С. 131-134.
4. Миркин, Я. Влияние санкций на финансовые риски российской экономики [Текст] / Я. Миркин // Банковские услуги. - 2015. - № 8. - С. 17-24.
5. Оболенский, В. П. Вывоз капитала из России: масштабы, эффекты, проблемы [Текст] / В. П. Оболенский // Российский внешнеэкономический вестник. - 2014. - № 11. - С. 3-16.
6. Платонова, И. Н. Мировая долговая проблема и устойчивое развитие глобальной экономики [Текст] / И. Н. Платонова // Экономика. Налоги. Право. - 2016. - № 2. - С. 51-59.
7. Рубцов, Б. Б. Современные фондовые рынки / Б. Б. Рубцов – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – 926 с.
8. Савин, К. Н. Бюджет, ВТО, банки: или что будет с Россией, когда кончится нефть [Текст] / К. Н. Савин // Фундаментальные исследования. - 2013. - № 4. - С. 212-215.
9. Соловьев, П. Внебиржевой рынок ценных бумаг в России: перспективы развития / П. Соловьев // Рынок ценных бумаг. - 2015. - № 10. - С. 40-44.
10. Толстоброва, Н. А. Влияние государственного долга на динамику развития экономики Российской Федерации [Текст] / Н. А. Толстоброва, В. П. Постников, М. А. Каменских // Финансы и кредит. - 2013. - № 20. - С. 41-45.
11. Цвирко, С. Анализ рынка долговых инструментов в мировой экономике [Текст] / С. Цвирко // Социально-экономические науки и гуманитарные исследования. - 2016. - № 1. - С. 12-22.
12. Шальнева, М. Внешний государственный долг России: тенденции, угрозы, оптимизация [Текст] / М. Шальнева, Ю. Калинина // Финансовая жизнь. - 2015. - № 1. - С. 6-11.

Features of the Russian market of corporate eurobonds Bagrey I.Yu.

Financial university under the Government of the Russian Federation

Subject. There is an accelerated process of development of Russian corporate Eurobond market over the last twenty years. Number of issuers and volume of the loans increased markedly. But to predict its future clearly, especially in conditions of international financial sanctions, we need its deep analysis and identification of the main features and trends of this market.

Objectives. An analysis of the nominal volume of funds raised during the issuance of corporate Eurobonds, economical sectors of issuers, the largest borrowers, currency and maturity of Eurobonds.

Methodology. The work is based on the general scientific and special (statistical) methods, as well as on the principles of consistency and objectivity.

Results. The study found that the amount of annually issued Russian corporate Eurobonds grow progressively and cyclically, achieving their local highs in the pre-crisis years, such as 1997 or 2007, and then declining sharply. A similar situation took place in 2014 due to the introduction of international sanctions. The first feature of the Russian corporate Eurobond market is a high level of its concentration. The nominal amount of all Eurobonds issued by companies of banking and oil and gas sectors is about 73% of total funds raised. There is also a high concentration among issuers. The share of the ten largest borrowers is nearly 62% of the total nominal amount of the Eurobond issued. The

second feature is that the list of the ten largest issuers mainly includes corporations with partial or total state participation (8 of 10).

Keywords. Russian corporate Eurobond market, financial sanctions influence, Eurobond issuers.

References

1. Balyuk, And. Eurobond market: between the past and the future [Text] / I. Balyuk//the National bank magazine. - 2016. - No. 8. - Page 22-25.
2. Dynkin, And. Strategic global forecast of 2030. Expanded option / Under the editorship of the academician A. A. Dynkina/imemo RAN. – M.: Master, 2011.
3. Lyalin, V. A. Formation and development of the Russian bond market [Text] / V. A. Lyalin// Problems of modern economy. - 2014. - No. 1. - Page 131-134.
4. Mirkin, I. Influence of sanctions on financial risks of the Russian economy [Text] / Ya. Mirkin// Banking services. - 2015. - No. 8. - Page 17-24.
5. Obolensky, V. P. Capital export from Russia: scales, effects, problems of [Text] / Accusative Obolensky// Russian external economic messenger. - 2014. - No. 11. - Page 3-16.
6. Platonova, I. N. World debt problem and sustainable development of global economy [Text] / I. N. Platonova//Economy. Taxes. Right. - 2016. - No. 2. - Page 51-59.
7. Rubtsov, B. B. The modern stock markets / B. B. Rubtsov – M.: Alpina Business of Axle boxes, 2007. – 926 pages.
8. Savin, K. N. Budget, WTO, banks: or what will be with Russia when oil [Text] / K. N. Savin//Basic researches comes to an end. - 2013. - No. 4. - Page 212-215.
9. Nightingales, Item. The over-the-counter market in Russia: prospects of the development / Item. Solovyov//Security market. - 2015. - No. 10. - Page 40-44.
10. Tolstobrova, N. A. Influence of a public debt on dynamics of development of economy of the Russian Federation [Text] / N. A. Tolstobrova, V. P. Postnikov, M. A. Kamenskikh//Finance and credit. - 2013. - No. 20. - Page 41-45.
11. Tsvirko, Page. Market research of debt instruments in world economy [Text] / S. Tsvirko//Social and economic sciences and humanitarian researches. - 2016. - No. 1. - Page 12-22.
12. Shalneva, M. External public debt of Russia: tendencies, threats, optimization [Text] / M. Shalneva, Yu. Kalinin//Financial life. - 2015. - No. 1. - Page 6-11.