

© 2019

Игорь Балюк

кандидат экономических наук,
доцент Финансового университета (Россия)
(e-mail: balyuk@bk.ru)

О СОВРЕМЕННОМ МЕЖДУНАРОДНОМ ДОЛГОВОМ РЫНКЕ И ДЕТЕРМИНАНТНЫХ НАПРАВЛЕНИЯХ ЕГО ЭВОЛЮЦИИ

В статье излагается авторское представление об эволюции и современном состоянии международного долгового рынка. Отмечаются этапы его развития, его сегментов и долговых инструментов на протяжении последних пятидесяти лет.

Ключевые слова: международный долговой рынок; еврооблигации; синдицированные кредиты; внешний долг; регулирование внешних заимствований.

DOI: 10.31857/S020736760003832-4

В процессе хозяйственной деятельности у части экономических субъектов возникают временно свободные денежные средства, которые могут быть использованы в качестве ссудного капитала для кредитования тех экономических субъектов, которые нуждаются в денежных средствах в данный момент. Перемещение денежных средств от одних экономических субъектов к другим экономическим субъектам, которые получают право распоряжаться ими в течение определенного периода времени, является основой долгового финансирования.

Специфика данного вида финансирования заключается в обмене денежных средств одного экономического субъекта на долговые обязательства другого экономического субъекта. Долговые обязательства могут принимать разнообразные формы, которые в современной финансово-экономической среде в общем виде принято называть инструментами долгового финансирования. В результате обращения долговых инструментов среди различных экономических субъектов и свободной купли-продажи долговых обязательств, при которой происходит смена их фактического владельца, формируется долговой рынок.

В разных странах существуют свои внутренние долговые рынки. Теоретически при отсутствии определенных ограничений в отношении состава участников продавцами долговых обязательств на внутреннем долговом рынке могут выступать различные экономические субъекты (как резиденты, так и нерезиденты): центральные правительства (суверенный долг), местные правительства (муниципальный долг), различные коммерческие компании и банки (корпоративный долг), физические лица (долг физического лица). Покупателями долговых обязательств на внутреннем долговом рынке могут быть те же самые экономические субъекты. Участниками внутреннего долгового рынка могут быть также международные организации. Сделки между продавцами и покупателями на внутреннем долговом рынке могут осуществляться либо напрямую, ли-

бо с участием посредников в лице банков-организаторов, фондовых бирж, депозитариев, расчетно-клиринговых компаний, юридических и финансовых консультантов, различных агентских компаний и т.д. Структура участников внутреннего долгового рынка отражена на рис. 1.



Рис. 1. Структура участников внутреннего долгового рынка

Источник: составлено автором.

Вследствие ограниченных возможностей, связанных с недостаточным объемом денежных средств в ситуации, когда спрос на них превышает их предложение, сравнительно высокой стоимостью их обслуживания, а также относительно короткими сроками их предоставления, внутренние долговые рынки далеко не всегда способны удовлетворить существующие потребности их участников. В этом случае подходящей альтернативой может стать международный долговой рынок (МДР), на котором происходит взаимодействие представителей различных стран.

Понятие «международный долговой рынок» представляет собой некую абстракцию, поскольку невозможно определить его конкретную локацию. МДР — это сфера общественных отношений, связанных с движением долговых обязательств, возникающих за пределами страны регистрации должника. Функционирование международного долгового рынка осуществляется с использованием определенных институтов, инструментов и нормативно-правовых документов. Международный долговой рынок — это взаимодействие представителей различных стран в связи с перемещением временно свободных денежных ресурсов от одних субъектов рынка к другим с использованием различных долговых инструментов.

Учитывая разницу часовых поясов в различных странах мира, можно сказать, что операции на МДР проводятся непрерывно в течение суток попеременно во всех частях света. В то же время взаимодействие представителей различных стран осуществляется и фокусируется в конкретных городах и странах (как правило, в международных финансовых центрах: Лондон, Нью-Йорк, Франкфурт-на-Майне, Токио, Гонконг и др.).

Таким образом, международный долговой рынок по форме проявляет себя через национальные долговые рынки отдельных стран, но, по сути, представляет собой взаимодействие представителей разных стран в связи с перемещением долгового капитала между ними. Совокупность национальных (внутренних, локальных) долговых рынков отдельных стран мира, а также взаимодействие их представителей за пределами своих стран в рамках международного долгового рынка образуют понятие «мировой долговой рынок».

Международный долговой рынок является важнейшей составной частью международного финансового рынка и находится в процессе постоянной трансформации: меняется его функциональная структура, появляются инновационные долговые инструменты. На этом рынке обращается значительный объем денежных средств и используются разнообразные долговые инструменты (кредиты, векселя, ноты, сертификаты, расписки, обязательства, облигации и др.), однако для того, чтобы стать его участником и привлечь необходимые денежные ресурсы, необходимо соответствовать определенным международным критериям и представлять интерес для международных покупателей долговых обязательств.

Современный международный долговой рынок понимается автором как совокупность условий, обеспечивающих осуществление операций купли-продажи различных видов долговых обязательств с использованием эмиссионных и неэмиссионных инструментов на межнациональном уровне. Если конкретизировать это определение, можно сказать, что международный долговой рынок — это совокупность условий, позволяющих заемщику привлекать денежные ресурсы за счет выпуска долговых ценных бумаг за пределами страны его регистрации и за счет кредитов, предоставленных нерезидентами.

На МДР используются инструменты, традиционно относящиеся к фондовому и кредитному секторам международного финансового рынка. На рис. 2 отражен межсекторальный характер МДР. Автор взял за основу 4 сегмента, стабильно присутствующие в различных классификациях международного финансового рынка.

Однако специфика проведения сделок на МДР предполагает применение также элементов из других сегментов международного финансового рынка. Так, например, в целях страхования валютных рисков на МДР заключаются своп-соглашения (рынок производных финансовых инструментов), для повышения кредитного рейтинга сделки зачастую пользуются услугами страховых компаний (страховой рынок), в качестве обеспечения сделки может применяться золото (рынок золота), долг, выраженный в национальной валюте, как правило, обменивается на основные мировые валюты в целях практического использования

(валютный рынок). Современный международный долговой рынок не имеет четко очерченных границ и отличается многообразием используемых финансовых инструментов, классификация которых затруднена в связи с тем, что существует тесная взаимосвязь и взаимопроникновение различных сегментов международного финансового рынка, и это способствует стиранию межсекторальных границ.



Рис. 2. Место МДР в структуре международного финансового рынка

Источник: составлено автором.

Понятие «международный долговой рынок» тесно связано с термином «международное (внешнее) долговое финансирование», но не тождественно ему. В рамках данной статьи этот термин означает выпуск в обращение за пределами страны регистрации эмитента различных типов долговых ценных бумаг (облигации, векселя, ноты, сертификаты и др.), а также привлечение иностранных кредитных ресурсов в разных формах (например, в виде синдицированных или двусторонних кредитов). Отличие заключается в том, что внешнее долговое финансирование предполагает получение денежных средств за счет использования не только рыночных, но и нерыночных инструментов (например, кредиты международных финансовых организаций или двусторонние кредиты коммерческих банков).

В данной статье автор не ставил своей целью дать подробную историческую ретроспективу развития МДР, поскольку этот аспект уже достаточно основательно изучен другими исследователями [1, 2, 3, 4 и др.]. Тем не менее, с нашей точки зрения, необходимо вкратце описать историческую ситуацию, непосредственно предшествовавшую зарождению международного долгового рынка в современном его понимании, а также отметить основные вехи и особенности его развития за последние пятьдесят лет.

После Первой мировой войны Нью-Йорк постепенно превратился в центр международного фондирования, и американские брокеры стали определять стратегию и тактику размещения международных долговых ценных бумаг. К началу 60-х годов XX в. в результате реализации «плана Маршалла» в европейских банках накопилось несколько миллиардов долларов США. По оценкам Банка международных расчетов, к 1963 г. объем рынка евровалют достиг в эквиваленте 12,4 млрд долл, из кото-

рых $\frac{3}{4}$ приходилось на американские доллары [5. С. 11]. В тот период в Западной Европе уже сложился евродолларовый рынок межбанковских кредитов и требовались средне- и долгосрочные долговые инструменты. Вместе с тем многие европейские банки хотели играть более заметную роль в размещении международных долговых ценных бумаг, не ограничиваясь только их дистрибуцией среди европейских инвесторов.

Развитие МДР в Европе косвенно было ускорено решением администрации Президента США Д. Кеннеди, связанным с введением в 1963 г. нового налога Interest Equalization Tax. Этот налог, уравнивающий процентные ставки, должен был стабилизировать платежный баланс страны и остановить утечку капитала. Прочные позиции американского доллара и большая емкость фондового рынка США в 50-е годы и в начале 60-х годов XX в. привлекали европейские компании и банки в качестве эмитентов-нерезидентов с точки зрения стоимости, объемов и сроков долгового финансирования. Новый налог заметно повысил себестоимость финансирования для нерезидентов (ставка налога на облигации нерезидентов с максимальными сроками погашения составила 22,5%). В результате они стали искать другие источники долгового финансирования, и именно Европа, в которой к 1963 г. уже сложились отмеченные выше предпосылки, сыграла роль альтернативного источника капитала.

Первым прототипом будущих еврооблигаций стал выпуск в 1961 г. португальской компанией Saco 17-летних облигаций, номинированных в европейских расчетных единицах (ЕРЕ), основанных на корзине из семи валют. Этот выпуск был эквивалентен 5 млн долл США [6]. Ближе всего к выпуску первых еврооблигаций оказалось Европейское объединение угля и стали (ЕОУС), однако в конце концов оно отказалось от размещения международных долговых ценных бумаг в Европе. Последним претендентом на роль первого эмитента еврооблигаций являлась итальянская сталелитейная компания Finsider, однако в соответствии со своим уставом она не могла выплачивать купонный доход по облигациям без удержания определенной доли в виде местного налога, что не устраивало потенциальных инвесторов.

В результате первым корпоративным эмитентом еврооблигаций стала Autostrade, итальянская строительная компания и оператор сети автомобильных дорог, которая не имела ограничений на выплату купонного процента в полном объеме. 1 июля 1963 г. были выпущены облигации, номинированные в долларах США, со сроком погашения 15 лет в сумме 15 млн долл. Облигации были выпущены под гарантии Итальянской государственной холдинговой компании. Термин «еврооблигация» (Eurobond) стал использоваться только в конце подготовки сделки, а сначала новый долговой инструмент назывался «иностранный долларовый облигация» (foreign dollar bond).

Выпуск был осуществлен в виде временных сертификатов, которые при желании можно было обменять на ценные бумаги на предъявителя, т.е. еврооблигации носили анонимный характер. Принято считать, что особый интерес к покупке первых еврооблигаций проявили богатые

бельгийские дантисты, которых привлекла анонимность нового международного долгового инструмента и возможность получения процентного дохода без налогового вычета у источника (т.е. без уплаты эмитентом соответствующего налога - withholding tax). Со временем выражение «бельгийские дантисты» стало нарицательным и относилось ко всем богатым европейцам, предпочитавшим вкладывать деньги в покупку еврооблигаций. Выпуск был осуществлен в Люксембурге, где не надо было платить гербовый сбор (Stamp Duty) в связи с покупкой облигаций в отличие, например, от Великобритании, что позволило минимизировать расходы, связанные с реализацией сделки.

До эмиссии Autostrade первых еврооблигаций в 1963 г. на Люксембургской и Лондонской фондовых биржах уже котировались несколько выпусков международных долговых ценных бумаг. В частности, в 1953 г. в котировальный список Люксембургской фондовой биржи был включен выпуск 30-летних облигаций Международного банка реконструкции и развития (МБРР) на сумму 100 млн долл. Однако это были котировки международных долговых ценных бумаг, предназначенных в первую очередь для размещения на фондовом рынке США. В связи с определенными ограничениями, установленными для американских институциональных и частных инвесторов на покупку долговых ценных бумаг нерезидентов, значительная часть номинированных в долларах эмиссий нерезидентов размещалась европейскими банками среди европейских инвесторов и включалась в котировальные списки европейских фондовых бирж. Расчеты по сделкам с международными долговыми ценными бумагами в Европе исторически осуществлялись преимущественно через банки, расположенные в Брюсселе, Люксембурге и Лондоне.

После выпуска дебютных еврооблигаций начался процесс активного освоения нового долгового инструмента, и к концу 1964 г. объем рынка еврооблигаций достиг 830 млн долл [6]. Постепенно стала формироваться группа банков, специализирующихся на операциях на евторынке и предлагающих своим клиентам широкий спектр финансовых и банковских услуг. С такими операциями в первую очередь было связано превращение Люксембурга в международный финансовый центр, а одну из лидирующих ролей стала играть Люксембургская фондовая биржа.

После Autostrade выпуски еврооблигаций стали осуществляться не только в долларах, но и в различных европейских валютах и денежных расчетных единицах, поскольку эмитенты испытывали потребность в основных наиболее ликвидных иностранных валютах. В настоящее время, например, на Люксембургской фондовой бирже котируются долговые ценные бумаги, номинированные более чем в 30 валютах [6].

На начальном этапе развития рынка еврооблигаций выпуски нового долгового инструмента корпоративными эмитентами осуществлялись с использованием государственных гарантий. Первые корпоративные еврооблигации без государственной гарантии были выпущены расположенной в Люксембурге сталелитейной компанией ARBED. Объем эмиссии составил 10 млн. долл., а срок погашения — 12 лет.

Банки в Люксембурге, Брюсселе и Лондоне начали активно выполнять функции депозитариев, агентов по листингу, платежных и расчетных агентов, а также участников банковских синдикатов, связанных с размещением долговых ценных бумаг на рынке. Со временем набор банковских и финансовых продуктов и услуг, предлагаемых банками на еврорынке, расширился. В частности, они начали заниматься маркетинговыми мероприятиями, направленными на крупнейших потенциальных инвесторов. Многие держатели еврооблигаций приезжали в Люксембург, Брюссель и Лондон, чтобы получить причитающийся им купонный доход, а в роли платежных и расчетных агентов выступали банки, расположенные в этих городах.

Быстрая интернационализация еврорынка потребовала разработки унифицированных правил проведения депозитарных и расчетных операций с новыми долговыми инструментами и создания соответствующих международных расчетно-клиринговых организаций. В результате в 1968 г. американский банк Morgan Guaranty Trust Company основал в Брюсселе свою дочернюю компанию — клиринговый центр Euroclear, который сначала обслуживал около 50 участников. А в сентябре 1970 г. в Люксембурге был создан его конкурент Cedel. Его участниками стали около 70 организаций из 25 стран мира [7. С. 5]. В 1971 г. обе системы создали механизм расчетов между собой под названием Bridge, который в 1980 г. был полностью компьютеризирован, а в 1993 г. система взаимных расчетов была усовершенствована за счет более активного взаимодействия в ночное время.

31 декабря 2000 г. был создан Euroclear Bank, который выполняет функции управляющего системой Euroclear и обеспечивает расчеты на более чем 40 рынках мира. В настоящее время участниками системы Euroclear Bank являются более 2 тыс. профессиональных финансовых организаций, расположенных более чем в 90 странах мира, а также миллионы физических лиц [8].

Компания Cedel в 1995 г. была преобразована в Cedel Bank, а в январе 2000 г. был создан Clearstream International в результате слияния Cedel International и Deutsche Börse Clearing. Оператором расчетной системы является Clearstream Banking International, расположенный в Люксембурге. В составе группы также находится LuxClear — Центральный депозитарий Люксембурга. Система Clearstream зарегистрирована Европейским центральным банком в качестве международной системы расчетов по ценным бумагам, соответствующей стандартам монетарной политики, установленным для центральных банков стран зоны евро. В настоящее время Clearstream Banking International обслуживает более 2 500 клиентов из 110 стран, предоставляет необходимую инфраструктуру и обслуживание ценных бумаг в 96 валютах на 54 рынках мира [9].

Изначально рынок еврооблигаций был нерегулируемым. Развитие рынка еврооблигаций способствовало интернационализации бизнеса местных национальных юридических фирм, аудиторских и фидуциарных компаний, постепенно начали размываться границы между локальными и региональными долговыми рынками. На первый план вышла не

конкуренция фондовых бирж друг с другом, а конкуренция локальных и региональных рынков между собой в глобальном масштабе. В этом смысле многое зависело от совершенствования технологий проведения операций на формирующемся МДР, роста и развития его инфраструктуры, призванной создать необходимые условия для всех участников первичного и вторичного рынка еврооблигаций.

Со временем все очевиднее становилась необходимость не только совершенствования рыночной инфраструктуры и технологий проведения операций, но и разработки и применения различных международных норм и стандартов, регулирующих деятельность международного рынка долговых ценных бумаг. На начальном этапе развития международного рынка долговых ценных бумаг для включения еврооблигаций в котировальный список фондовой биржи не требовался проспект эмиссии. Достаточно было предоставления самой общей информации в виде юридического уведомления (Legal Notice). Постепенно специальными органами были разработаны подробные нормы регулирования проспектов эмиссий международных долговых ценных бумаг, соответствующие требованиям, предъявляемым развивающимися международными финансовыми центрами. Принципиальное изменение заключалось в переходе от национальных стандартов регулирования к общеевропейским стандартам.

Постепенно была унифицирована процедура листинга, а необходимая документация стала более стандартизированной. Существенно увеличился объем необходимой документации для листинга международных долговых ценных бумаг (от нескольких страниц до сотен страниц). Наряду с этим была проведена унификация налогового законодательства, были уточнены и разъяснены ключевые вопросы, связанные с налогообложением участников международного рынка еврооблигаций. Таким образом, в процессе своего развития и перехода от начальных к более сложным формам функционирования международный рынок долговых ценных бумаг становился все более стандартизированным и ориентированным на активное участие широкого круга международных инвесторов и эмитентов из различных стран.

За время существования рынка еврооблигаций произошла его значительная диверсификация и появилось множество новых долговых инструментов. На рис. 3 отражены этапы диверсификации международных эмиссионных долговых инструментов.

Проведенный автором анализ истории и эволюции международного рынка долговых ценных бумаг показал, что за время своего развития он сильно изменился и в количественном, и в качественном отношении. Только за последние двадцать лет величина эмиссионного сегмента МДР возросла в десять раз до почти 24 трлн долл США в конце 2017 г. [10]. В последнее время инновационный характер эволюции эмиссионного сегмента МДР и усложнение его инфраструктурных элементов заметно усилили роль различных посреднических структур между заемщиками и кредиторами. Речь идет о банках, трастовых и консалтинговых компаниях, юридических и брокерских фирмах и т.д.

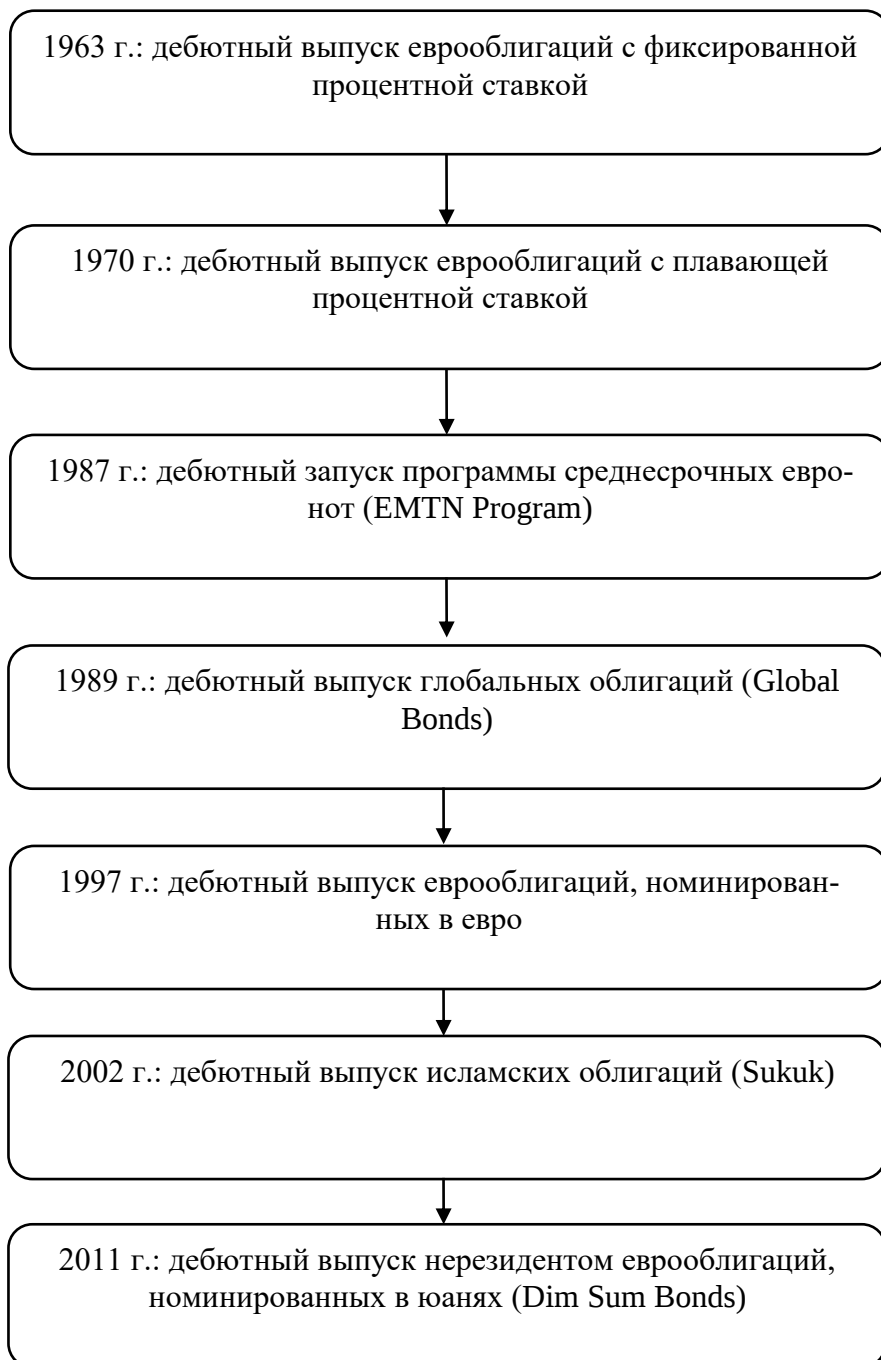


Рис. 3. Этапы диверсификации международных эмиссионных долговых инструментов

Источник: составлено автором.

Это приводит к тому, что, с одной стороны, возрастает зависимость эмитентов от различных рыночных посредников, обслуживающих операции на международном рынке долговых ценных бумаг, а, с другой стороны, увеличиваются издержки, связанные с подготовкой эмитентами сделок по привлечению внешнего финансирования. Кроме того, усложнение механизмов реализации сделок на международном рынке долговых ценных бумаг требует от эмитентов дополнительных профессиональных знаний об особенностях и закономерностях функционирования современного МДР или же привлечения опытных консультантов в лице банков или компаний, владеющих навыками и приемами современного финансового инжиниринга.

Что касается краткой истории эволюции рынка синдицированных кредитов, то принято считать, что первые синдицированные кредиты появились в конце 60-х годов XX в. [11] и были связаны с формированием евродолларового рынка в Европе и развитием международного межбанковского рынка. Думается, определенную роль в появлении синдицированных кредитов сыграли первые выпуски еврооблигаций. Инновационный финансовый инструмент, предполагающий объединение денежных средств разных кредиторов в целях увеличения суммы кредита и уменьшения степени риска на одного заемщика по типу банковского синдиката при размещении еврооблигаций, оказался эффективным и востребованным на МДР. В силу ряда причин он стал более привлекательным для заемщиков по сравнению с традиционными двусторонними кредитами, где кредитором выступал всего один банк.

В 70-е годы прошлого века синдицированные кредиты достаточно активно использовались на рынке для финансирования правительств стран Латинской Америки, Азии и Африки, а также в целях корпоративного кредитования. Основными кредиторами были банки из США и стран Западной Европы, на клиентских счетах которых к тому времени были накоплены значительные объемы денежных средств в результате резкого роста мировых цен на нефть. Дешевые нефтедоллары пользовались большим спросом со стороны правительств развивающихся стран. Главным инструментом перекачки нефтедолларов в эти страны являлись в то время международные синдицированные кредиты, которые давали возможность даже не самым крупным банкам мира участвовать в кредитовании заемщиков из развивающихся стран без физического присутствия на местных финансовых рынках.

Накануне суверенного дефолта Мексики в 1982 г. основная часть внешнего долга развивающихся стран приходилась на синдицированные кредиты, величина которых к этому моменту достигла 46 млрд долл. США [11. С. 75–76]. Таким образом, следует отметить, что синдицированное кредитование первоначально появилось и использовалось на МДР, а затем уже стало применяться на внутренних долговых рынках национальными банками.

В августе 1982 г. Мексика приостановила выплаты по своему суверенному внешнему долгу, а затем аналогичные действия предпринял еще ряд стран, включая Аргентину, Бразилию, Чили, Египет, Марокко,

Панаму, Венесуэлу, Филиппины, Уругвай и др. Объем синдицированного кредитования развивающихся стран стал резко сокращаться, составив в 1985 г. всего 9 млрд долл. [11. С. 76]. Банки-кредиторы понесли значительные убытки по предоставленным ранее синдицированным кредитам. В 1987 г. Citibank был вынужден списать как безнадежные большую долю кредитов развивающимся странам, а следом за ним то же самое сделали еще несколько крупных американских банков.

Эти действия положили начало разработке специального плана, инициатором которого выступил министр финансов США Н. Брейди. Данный план предусматривал реструктуризацию внешнего долга стран, оказавшихся в состоянии дефолта, и обмен долговых обязательств по полученным ранее синдицированным кредитам на долговые ценные бумаги, которые частично были обеспечены казначейскими облигациями США (US Treasuries). В результате в 1990 г. Мексикой были выпущены дебютные «облигации Брейди», а затем этот инновационный долговой инструмент стали использовать другие развивающиеся страны.

«План Брейди» дал новый импульс развитию международного рынка синдицированных кредитов. К началу 90-х годов XX в. банки, серьезно пострадавшие в результате суверенных дефолтов развивающихся стран по внешнему долгу в 80-е годы, стали более строго и реалистично оценивать риски, связанные с предоставлением синдицированных кредитов, взяв за основу методику оценки кредитного риска на рынке корпоративных облигаций (включая кредитный рейтинг заемщика, объем долговой нагрузки, качество обслуживания текущего долга и др.). Кроме того, к этому времени была накоплена достаточно обширная база данных о состоянии и особенностях функционирования первичного международного рынка синдицированных кредитов, которая способствовала формированию вторичного рынка международных синдицированных кредитов. Постепенно интерес к работе на вторичном рынке международных синдицированных кредитов стали проявлять небанковские финансовые организации в лице пенсионных фондов и страховых компаний. Они начали рассматривать синдицированные кредиты в качестве альтернативного инструмента инвестирования наряду с различными видами ценных бумаг, т.е. в этот период произошло превращение синдицированных кредитов в самостоятельный вид рыночных активов.

Со временем на рынке появились новые финансовые инструменты (в первую очередь различные виды деривативов), позволяющие частично страховать кредитные риски банков по кредитам, находящимся на их балансе. Появление новых способов управления рисками способствовало расширению круга финансовых организаций, заинтересованных в участии в работе международного рынка синдицированных кредитов. Кроме того, часть банков, ранее участвовавших в синдицированном кредитовании, опасаясь возможных связанных с этим долговым инструментом убытков, стала более активно предлагать своим клиентам другие (более безопасные и доходные) банковские продукты и услуги (например, операции с различными видами ценных бумаг и деривативами).

Еще одной особенностью развития международного рынка синдицированных кредитов в 90-е годы прошлого века стало возрастание интереса к данному долговому инструменту со стороны компаний из развитых стран, которые оценили возможность организации финансирования в значительном объеме, в короткие сроки и с относительно небольшими денежными затратами. Таким образом, с этого времени синдицированные кредиты стали рассматриваться корпоративным сектором как привлекательный источник фондирования, дополняющий традиционные способы привлечения капитала с помощью акций и облигаций.

В результате с 90-х годов XX в. начался быстрый рост как международного, так и внутреннего синдицированного кредитования (особенно в США). В 1995–2012 гг. объем мирового рынка синдицированных кредитов увеличился на 160% до 3,5 трлн долл. США [12. С. 5]. В настоящее время синдицированные кредиты являются одним из важнейших источников международного долгового финансирования наряду с долговыми ценными бумагами. В 2017 г., по данным Thomson Reuters, совокупный объем мирового рынка синдицированных кредитов (по подписанным в течение года кредитным договорам) составил 4,6 трлн долл. США [13]. По нашим расчетам, из этой суммы около половины приходится на международные синдицированные кредиты (кредиты, где как минимум один член синдиката является нерезидентом страны, в которой зарегистрирован заемщик). В начале 2018 г., по расчетам автора, в общем объеме МДР (если оценивать по различным непогашенным долговым обязательствам) примерно 3/4 составили эмиссионные долговые инструменты, а на долю разных типов кредитов пришлось 1/4 совокупного объема [14].

Одним из существенных стимулов быстрого развития МДР стала либерализация евровалютных операций. Сначала в Великобритании, а затем и в других европейских странах, где концентрировались евровалютные накопления, органами финансового надзора было осуществлено дерегулирование операций в евровалютах, так как эти операции относились к категории международных (зачастую они были транзитными для страны базирования соответствующего банка) и не оказывали серьезного влияния на состояние внутреннего финансового рынка [15]. Для этих операций были упразднены правила валютного контроля.

По мере развития МДР одним из ключевых вопросов стало регулирование различных аспектов его деятельности. С этой целью в феврале 1969 г. в Цюрихе была зарегистрирована неправительственная саморегулируемая профессиональная организация – Ассоциация дилеров международных облигаций (Association of International Bond Dealers). Она должна была укрепить профессиональное сотрудничество различных участников фондового рынка: инвесторов, эмитентов, организаторов сделок, юридических и аудиторских фирм, дилеров и др.

С 1 января 1992 г. у Ассоциации появилось новое название – Ассоциация участников рынка международных ценных бумаг (International Securities Market Association – ISMA). Она сосредоточила свои усилия

на разработке требований и рекомендаций, касающихся стандартизации рыночной практики, информационного обеспечения, создания и совершенствования механизма расчетов на рынке ценных бумаг, взаимодействия с внутренними государственными регулирующими органами.

В 1984 г. была создана Ассоциация участников международного первичного рынка (International Primary Market Association – IPMA). Она объединила коммерческие и инвестиционные банки, которые отличались особой активностью на первичном рынке. Эта организация должна была обобщать и совершенствовать практику рыночных операций. Ассоциацией были разработаны правила, относящиеся к размещению ценных бумаг на МДР, а также стандарты и формы требуемых документов.

В результате объединения ISMA и IPMA на МДР с середины 2005 г. функционирует Ассоциация участников международного рынка капитала (International Capital Market Association – ICMA). ICMA распространяет и поддерживает международные рыночные стандарты долгового финансирования и сотрудничает с государственными органами, центральными банками, фондовыми биржами и другими организациями в сфере контроля и регулирования операций на МДР.

Неэмиссионный сегмент МДР неформально контролируется и управляется Ассоциацией участников кредитного рынка (Loan Market Association – LMA). Она была создана в конце 1996 г. в целях совершенствования практической работы на рынке синдицированных кредитов и разработки пакета типовой документации. Так, например, на интернет-сайте Ассоциации можно найти стандартный пакет документации для синдицированного кредита, подготовленный в соответствии с английским правом. Ее штаб-квартира находится в Лондоне. В рамках Ассоциации работают специализированные комитеты, занимающиеся различными аспектами совершенствования деятельности международного рынка синдицированных кредитов (разработка практических рекомендаций и юридической документации, автоматизация операций, вопросы налогообложения и др.). Ассоциация действует не только на территории всей Европы, но и в странах Ближнего Востока. Структура и задачи Ассоциации отражены на рис. 4.

В составе Ассоциации свыше 600 различных организаций, связанных с международным рынком синдицированных кредитов. LMA аккумулирует и размещает среди своих членов данные о новых транзакциях на рынке синдицированных кредитов и их условиях, готовит информационно-аналитические обзоры рынка, фиксирует новые тренды на международном рынке синдицированных кредитов.

LMA в своей деятельности использует опыт управления рынком синдицированных кредитов в отдельных странах мира. В США, например, в 1977 г. была создана Совместная национальная кредитная программа (The Shared National Credit Program). Цель этой программы – постоянный эффективный обзор и систематизация всех крупных синдицированных кредитов. Любой кредит или кредитное обязательство на сумму от 20 млн долл США, в котором принимают участие не менее трех ор-

ганизаций, попадает в поле зрения этой программы. Ежегодно готовятся соответствующие обзоры для участников национального рынка синдицированных кредитов.



Рис. 4. Структура и задачи Ассоциации участников кредитного рынка (LMA)

Источник: составлено автором.

Обострение проблемы суверенных внешних долгов, значительная часть которых формируется в настоящее время на МДР, побудила международные финансово-кредитные институты и органы регулирования операций на национальных финансовых рынках наряду с неформальными профессиональными ассоциациями объединить усилия, направленные на контроль и регулирование операций на МДР и усиление контроля за величиной внешних заимствований. Подобная активизация усилий различных организаций призвана обеспечить стабильное и устойчивое развитие мировой экономики и профилактику возникновения финансовых кризисов.

Если коротко подвести итоги эволюции МДР за пятьдесят с лишним лет, прошедших с момента первого выпуска еврооблигаций и появления первых синдицированных кредитов, можно сказать, что МДР существенно трансформировался и в настоящее время представляет собой достаточно сложный механизм, который обслуживает потребности различных видов заемщиков: правительств, международных организаций, банков, компаний и др. МДР обеспечил свободный трансграничный

перелив капитала, объединил национальные рынки отдельных стран и стимулировал реформирование и интеграцию локальных финансовых рынков.

В настоящее время МДР отличается отсутствием ярко выраженных границ и использованием разнообразных финансовых инструментов, которые трудно классифицировать из-за тесной взаимосвязи между разными сегментами международного финансового рынка. На практике происходит размывание межсекторальных границ, что еще больше усложняет идентификацию характерных отличительных признаков современного международного долгового рынка.

Литература

1. Буклемишев О.В. Рынок облигаций // М.: Дело. 1999.
2. Le K.S. The Development of International Market for Syndicated Loans (1980–2007: A Review). URL: http://www.academia.edu/17934425/The_Development_of_the_International_Market_for_Syndicated_loans_1980-2007_A_Review (дата обращения: 12.05.2018).
3. O'Malley C. Bonds without Borders: A History of the Eurobond Market. Wiley. 2014.
4. Rhodes T. Syndicated lending. Practice and documentation // Euromoney Books. 2004.
5. Johnston R.B. Economics of the Euro-Market: History, Theory and Policy. // Palgrave Macmillan. 1982.
6. A guide to 50 years of Eurobonds in Luxembourg. International Financing Review Guide, 2013. URL: <http://www.bourse.lu> (дата обращения: 11.05.2018).
7. Мозгин Д. Euroclear и Clearstream: 35 лет конкуренции и сотрудничества // Рынок ценных бумаг. 2005. №4.
8. Euroclear. URL: <https://www.euroclear.com/en/about/Our-clients.html> (дата обращения: 13.05.2018).
9. Clearstream. URL: <http://www.clearstream.com/clearstream-en/about-clearstream> (дата обращения: 13.05.2018).
10. Bank for International Settlements. URL: <https://www.bis.org/statistics/c1.pdf> (дата обращения: 05.06.2018).
11. Gadanecz B. The syndicated loan market: structure, development and implications. URL: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0412g.pdf (дата обращения: 13.05.2018).
12. Cerutti E. Financial Crises and the Composition of Cross-Border Lending. Federal Reserve Bank of San Francisco. Working Paper 2014-20. URL: <http://www.frbsf.org/economic-research/publications/working-papers/wp2014-20.pdf> (дата обращения: 11.05.2018).
13. HITC. URL: <http://www.hitc.com/en-gb/2018/01/03/syndicated-loans-review-2017-thomson-reuters> (дата обращения: 05.06.2018).
14. BIS Statistical Bulletin. URL: <https://www.bis.org/statistics/bulletin1803.htm> (дата обращения: 22.05.2018).
15. Ляменков А.К., Ляменкова Е.А. Еврооблигации и другие евробумаги как инструменты международного финансирования резидентов России. URL: <http://www.ieay.ru/assets/files/nauka/vestnik/10/7.pdf> (дата обращения: 16.05.2018).