

УДК 347.457

Т. Г. Буй,

к. е. н., старший викладач кафедри фінансів,

Національний університет "Києво-Могилянська академія"

ПРОБЛЕМИ ВИКОРИСТАННЯ КОРПОРАТИВНИХ ЄВРООБЛІГАЦІЙ ДЛЯ ЗАЛУЧЕННЯ КОШТІВ НА МІЖНАРОДНИХ РИНКАХ КАПІТАЛУ

У статті аналізується сучасний стан ринку єврооблігацій в Україні, досліджуються шляхи підвищення інвестиційної привабливості єврооблігацій вітчизняних емітентів, обґрунтовуються фактори, що сприяють або перешкоджають розвитку ринку єврооблігацій в Україні.

The recent condition of eurobond market in Ukraine is analysed, the ways of increasing the investment attractiveness of domestic corporate eurobonds are investigated, the factors that promote and hamper the development of eurobond market in Ukraine are grounded.

Ключові слова: єврооблігація, фінансування корпорацій, кредитний рейтинг, єврооблігація з опціоном пут, єврооблігація зі зростанням капіталу, конвертована єврооблігація, забезпечена єврооблігація.

Key words: eurobond, corporation financing, credit rating, put eurobond, capital growth eurobond, convertible eurobond, secured eurobond.

ВСТУП

Обсяги внутрішніх випусків корпоративних облігацій в Україні залишаються незначними через недоступність великих запозичень для більшості вітчизняних підприємств та численні недоліки в механізмі емісії та обігу облігацій. Для багатьох корпорацій більш зручним та дешевим способом залучення фінансових ресурсів є вихід на міжнародні ринки капіталу, зокрема через випуск єврооблігацій, що надає корпораціям емітентам наступні переваги: можливість залучити значний обсяг ресурсів на довгостроковій основі та управляти обсягом боргу шляхом купівлі-продажу боргових цінних паперів на вторинному ринку, уникнення багатьох обмежень консорціумного кредитування, формування міжнародної кредитної історії та отримання кредитного рейтингу міжнародного рейтингового агентства, що сприяє виходу компанії на нові ринки та створює можливість для більш вигідних умов залучення ресурсів на міжнародних ринках капіталу.

АНАЛІЗ ПУБЛІКАЦІЙ

Протягом останніх років питання виходу українських корпорацій на ринки єврооблігацій у тому чи іншому вигляді досліджувалися багатьма вітчизняними науковцями, серед яких О. Біда, І. Іваненко, І. Лютин, В. Міщенко, О. Мендрол, О. Мозговий, С. Науменкова, О. Охріменко, І. Шевчук та інші. Серед російських вчених на особливу увагу заслуговують праці А. Белка, Я. Міркіна, І. Ніконової, С. Перегудова та інших. Незважаючи на досить широке висвітлення питань випуску та обігу єврооблігацій, малодослідженими залишаються чинники, що стримують залучення коштів з міжнародних ринків капіталу, проблеми впливу фінансової кризи на платоспроможність вітчизняних емітентів єврооблігацій, а також потенційні можливості використання єврооблігацій з метою залучення фінансових ресурсів з міжнародних ринків капіталу, які полягають у випуску нових видів єврооблігацій.

ПОСТАНОВКА ЗАДАЧІ

Актуальність дослідження механізмів використання єврооблігацій пояснюється також тим, що перед Україною постає завдання вдосконалення механізму випуску та обігу боргових цінних паперів корпораціями згідно з вимогами міжнародного фондového ринку, адже вихід українських підприємств на міжнародні ринки капіталу позитивно позначається на конкурентоспроможності не лише окремих підприємств, але й країни в цілому. Процес глобалізації має відбуватися не лише шляхом гармо-

нізації до міжнародних правил та методів господарювання, він також потребує адаптації міжнародних стандартів до українських умов господарювання.

Метою статті є обґрунтування необхідності вдосконалення законодавчих механізмів випуску та обігу єврооблігацій, а також наведення рекомендацій щодо застосування нових видів єврооблігацій, які відповідають сучасним вимогам емітентів та інвесторів в умовах економічної нестабільності.

РЕЗУЛЬТАТИ

Застосування боргових цінних паперів на міжнародних ринках капіталу відбувається шляхом випуску боргових європаперів — єврооблігацій, які за терміном обігу поділяються на євробонди (eurobonds), євроноти (euronotes) та єврокомерційні папери (eurocommercial paper). Обіг єврооблігацій регулюється Директивою ЄС 89/128 (EU Prospectus Directive 89/128), згідно з якою до єврооблігацій висуваються наступні вимоги:

— єврооблігації повинні бути розміщені синдикатом андерайтерів, хоча б два з яких мають зареєстровані представництва в різних країнах;

— розміщення єврооблігацій має здійснюватись в значних обсягах в одній або більше країнах, відмінних від тієї, де зареєстрований емітент;

— первинне розміщення єврооблігацій має відбуватись тільки через кредитні або фінансові інститути [3, с. 48].

Єврооблігації використовуються українськими корпораціями, починаючи з 2002 р., коли Київстар G.S.M. вперше розмістив на світовому ринку боргові цінні папери на суму 100 млн дол. За десять років існування ринку випуски єврооблігацій здійснили 34 українські корпорації, які разом здійснили 65 емісій. Станом на 01.05.2011 р. загальний обсяг залучених корпораціями фінансових ресурсів на міжнародних ринках капіталу через випуск єврооблігацій становив 19,2 млрд дол. [9]. Галузевий розподіл єврооблігаційних випусків свідчить про їх недостатню ефективність щодо забезпечення фінансовими ресурсами української економіки (табл. 1).

Дані табл. 1 свідчать про те, що 59,6% обсягу випусків єврооблігацій припадає на корпорації фінансового сектору. Зазначимо, що частка фінансових корпорацій у загальному обсязі емітованих єврооблігацій у після кризовий період дещо зменшилась. Так, у 2009 р. цей показник становив 72,9%. Друге місце за обсягом випусків посідає чорна металургія, представлена чотирма емітентами, два з яких (Ferrexpo і Метінвестхолдинг) вийшли на ринок

єврооблігацій у 2010—2011 рр. Характерною рисою розвитку ринку єврооблігацій у післякризовому періоді є збільшення частки випусків корпорацій реального сектора, зокрема агропромислових компаній, які до початку фінансової кризи не залучали боргового капіталу на міжнародних фінансових ринках через випуск облігацій через несприятливу кон'юнктуру, відсутність попиту на папери та високі відсоткові ставки. Сьогодні на ринку єврооблігацій представлені агро холдинги "Авангард" та "Мрія", ще декілька агропромислових компаній планують здійснити випуски найближчим часом.

Необхідно зазначити, що корпорації деяких галузей, які найбільше потребують залучення фінансових ресурсів для потреб переоснащення та розвитку, не представлені на ринку єврооблігацій. До таких галузей належать транспорт, гірничо-видобування, легка та деревообробна промисловість.

На сьогодні використовуються три основні схеми організації випуску єврооблігацій:

- прямий випуск єврооблігацій від імені українського емітента;
- випуск від імені дочірньої компанії українського емітента, зареєстрованої за кордоном;
- випуск іноземною компанією від імені українського емітента.

Перша схема передбачає випуск єврооблігацій українським емітентом від свого імені та розміщення їх на міжнародних ринках капіталу за допомогою фінансових посередників (рис. 1). При цьому обов'язковими процедурами для корпорації-емітента є реєстрація випуску в ДКЦПФР та отримання дозволу на вивезення цінних паперів за кордон, отримання кредитного рейтингу від одного або декількох міжнародних рейтингових агентств, легалізація випуску в країні розміщення та внесення цінних паперів до котирувальних листів організаторів торгівлі.

Прямий випуск єврооблігацій вимагає значних зусиль щодо проходження процедур реєстрації та високих початкових витрат на оплату фінансових посередників і рекламних заходів, тому ця схема випуску доступна перш за все для великих корпорацій зі сформованою фінансовою репутацією.

Більш поширеною у практиці країн, що розвиваються, є опосередкована схема випуску єврооблігацій через дочірню компанію, що створюється у офшорній зоні у вигляді спеціальної інвестиційної компанії (special purpose vehicle, SPV). У цьому випадку іноземна дочірня компанія від свого імені випускає цінні папери через андеррайтера, який розміщує їх серед інвесторів. Українська корпорація при цьому виступає гарантом за позицію (рис. 2).

Третя схема випуску єврооблігацій відрізняється від попередньої тим, що формальним емітентом єврооблігацій виступає іноземна фінансова установа (як правило, інвестиційний банк), яка одночасно виступає андеррайтером, проте на цінних паперах вказується ім'я українського емітента. За рахунок коштів, отриманих від випуску єврооблігацій, банк-андеррайтер надає кредит українській корпорації. Погашення єврооблігацій відбувається аналогічно до попередньої схеми випуску (рис. 3).

Перевагою даної схеми для іноземного банку-кредитора є можливість зменшити ризики, розподіливши їх серед широкого кола держателів єврооблігацій. У свою чергу, використання іноземного банку з відомим ім'ям у якості формального емітента дозволяє українській корпорації уникнути обмежень, пов'язаних з недостатньо високим кредитним рейтингом.

На сьогодні, незважаючи на значні зрушення у сфері

Таблиця 1. Розподіл випусків єврооблігацій українських емітентів за галузями економіки станом на 01.05.2011 р. [9]

Галузь	Обсяг емісії, млн дол.	Частка у загальному обсязі, %	Кількість емісій	Кількість емітентів
Банки і небанківські фінансові установи	10208,0	59,6	41	15
Машинобудування	232,5	1,4	2	2
Нафтогазова промисловість	1550,0	9,1	3	2
Хімічна і нафтохімічна промисловість	125,0	0,7	1	1
Чорна металургія	2125,0	12,4	5	4
Паливно-енергетичний комплекс	500,0	2,9	1	1
Агропромисловий комплекс	450,0	2,6	2	2
Харчова промисловість	904,7	5,3	3	2
Зв'язок і телекомунікації	631,4	3,7	4	1
Будівництво і девелопмент	325,0	1,9	2	1
Торгівля	75,0	0,4	1	1
Всього	17126,6	100,0	65	32

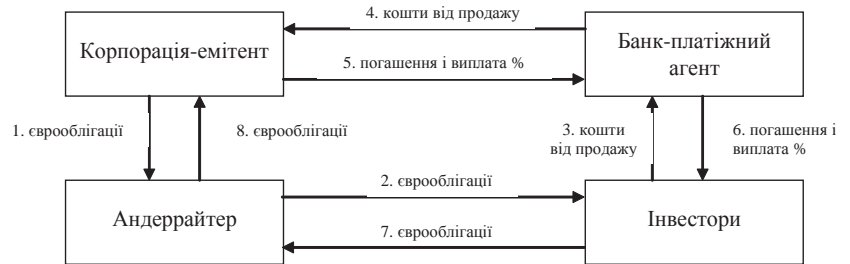


Рис. 1. Схема прямого випуску єврооблігацій

випуску корпоративних єврооблігацій, усі угоди за участю українських підприємств-емітентів здійснюються не шляхом прямого розміщення, а через опосередковані схеми за участю іноземних банків або SPV-компаній. До 2006 р. такий стан речей пояснювався законодавчими обмеженнями щодо випуску облігацій в іноземній валюті корпоративними емітентами. Можливість прямого випуску єврооблігацій передбачалась лише для суверенного емітента (тобто держави в особі її уповноважених органів) щодо облігацій зовнішньої державної позики. Для вирішення цього питання українські емітенти випускали не єврооблігації, а спеціальні сертифікати участі в кредиті (Loan Participation Notes, LPN). У рамках цієї схеми формально емітентом цінних паперів є іноземний банк, який розміщує LPN серед іноземних інвесторів. На отриману від розміщення цінних паперів суму іноземний банк видає кредит вітчизняному позичальнику. Банк-емітент, таким чином, є лише посередником, через якого проходять гроші інвесторів. Механізм LPN такий, що інвестори мають права вимоги за позицією, виданою українському позичальнику. Їх інтереси представляє спеціальна компанія — трасті (Trustee), з якою позичальник укладає окрему угоду та яка має достатньо широкі права.

Законом України "Про цінні папери і фондовий ринок", що вступив у силу в лютому 2006 р., такі обмеження було скасовано і вітчизняні компанії отримали можливість номінувати свої облігації в іноземній валюті. Проте на практиці схеми прямого розміщення досі не використовуються через відсутність чіткої процедури таких випусків, затвердженої нормативними документами. Відсутність досвіду, знань та законодавчого регулювання, а також значні обмеження для емітентів єврооблігацій призводять до того, що можливості використання боргових цінних паперів корпораціями на міжнародних ринках капіталу залишаються невикористаними.

Чинне Положення "Про порядок надання дозволу на обіг акцій або облігацій українських емітентів за межами України" передбачає численні обмеження на випуск та обіг єврооблігацій українськими емітентами, основними серед яких є наступні.

1. Розмір статутного фонду. Статутний фонд українських емітентів, облігації яких можуть розміщуватися та обертатися за межами України, повинен бути не меншим ніж 5 млн грн.

2. Умови розміщення. Положення регулює розмір

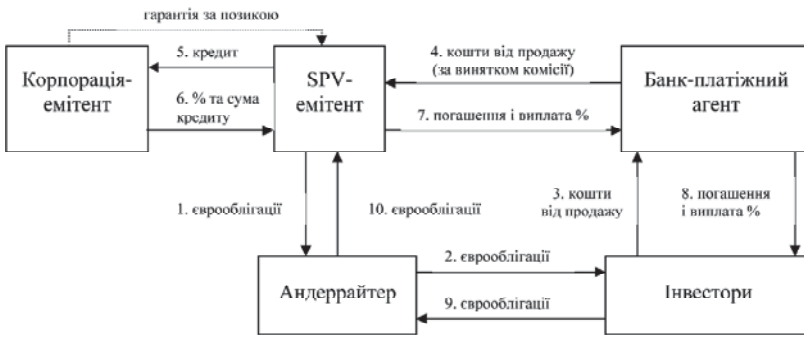


Рис. 2. Схема випуску єврооблігацій від імені дочірньої компанії українського емітента



Рис. 3. Схема випуску єврооблігацій іноземною компанією від імені українського емітента

ціни, за якою емітенти мають право розміщувати облігації за межами України і яка не може бути нижчою за номінальну, а також ціни, що склалися на фондовій біржі України чи в торговельно-інформаційній системі.

3. Реєстрація емісії та отримання дозволу на обіг облігацій. Для отримання дозволу на обіг цінних паперів за межами України емітент має спочатку зареєструвати випуск облігацій у ДКЦПФР. Після реєстрації випуску та отримання дозволу на обіг облігацій за межами України емітент має протягом місяця після їх розміщення надати ДКЦПФР звіт про розміщення, затверджений аудитором, а також копії угод з андеррайтером, біржею, позабіржовою торговельною системою через 15 днів після укладення таких угод. Крім того, емітент має надавати ДКЦПФР копію річного звіту, а також звітувати щодо сум нарахованих і перерахованих відсотків за облігаціями.

Іншим визначальним фактором при здійсненні прямого випуску єврооблігацій є сприятливе податкове законодавство країни емітента з точки зору виплат нерезидентам доходів за борговими зобов'язаннями. Чинне законодавство України передбачає оподаткування доходів нерезидентів, які мають українське джерело походження за борговими зобов'язаннями (крім державних цінних паперів) за ставкою 15%. У випадку прямого випуску облігацій теоретично існує можливість уникнення або зменшення оподаткування за наявності двосторонньої угоди між країною емітента і країною інвестора про уникнення подвійного оподаткування, проте на практиці такою можливістю частіше користуються ті інвестори, які володіють значним пакетом облігацій. Згідно з Угодою про співробітництво та партнерство між Україною та Європейськими Співтовариствами і їх державами-членами, Україна зобов'язалася створювати сприятливі умови для залучення іноземних інвестицій в свою економіку [1]. З огляду на це ми вважаємо, що доцільно зменшити або скасувати податок на прибуток нерезидентів, отриманих за єврооблігаціями українських емітентів.

Несприятливим для емітента чинником є державне мито, встановлене в розмірі 0,1% від номінальної вартості емісії цінних паперів, за реєстрацію інформації про їх емісію, крім облігацій державних та місцевих позик [2]. Ситуація дещо покращилася після прийняття Положення ДКЦПФР про порядок випуску облігацій підприємств від 17 липня 2003 р., що запровадило поняття "закритого

продажу", для якого не передбачено реєстрацію інформації про випуск облігацій, а тому емітенти облігацій, що пропонуються для закритого продажу, звільняються від сплати державного мита.

Одним з визначальних факторів ефективності використання боргових цінних паперів для залучення коштів на міжнародних ринках капіталу є рівень кредитного рейтингу корпорації-емітента. За даними досліджень рейтингового агентства Fitch, сьогодні близько 80% усіх світових потоків боргового капіталу контролюються рейтинговими оцінками [6, с. 13].

На відміну від рейтингів за національною шкалою, які на сьогодні є загальнообов'язковими для усіх емітентів боргових цінних паперів, отримання рейтингу міжнародного рейтингового агентства є обов'язковим лише для корпорацій, які планують вихід на міжнародні ринки капіталу. Отримання рейтингу міжнародного рейтингового агентства також збільшує можливості емітента щодо використання боргових цінних паперів на внутрішньому ринку, оскільки свідчить про високу надійність та платоспроможність позичальника. На сьогодні кредитні рейтинги міжнародних рейтингових агентств мають 43 українські корпорації, з яких 29 комерційні банки, а також 60 випусків боргових цінних паперів, що належать 31 емітенту. Необхідно зазначити, що відповідно до присвоєних рейтингів більшість боргових цінних паперів українських емітентів належать до спекулятивного класу цінних паперів зі стабільним прогнозом, який означає низьку ймовірність зниження кредитного рейтингу [7].

Зниження кредитних рейтингів українських корпорацій у 2008—2009 рр. було пов'язане з фінансовою кризою та негативними очікуваннями іноземних інвесторів щодо платоспроможності українських емітентів. У цей час на міжнародних фондових ринках спостерігалось значне підвищення доходності та зниження цін на єврооблігації українських емітентів, які продавалися з дисконтом від 30% до 70% [5, с. 16]. Однак у 2010—2011 рр. попит на українські єврооблігації з боку іноземних інвесторів різко підвищився через низку факторів:

- відновлення світового фінансових ринків після кризи та стабілізація боргової ситуації у країнах ЄС (Греції, Португалії, Іспанії та Ірландії);

- значне зростання прибутковості інвестиційних фондів облігацій у розвинених країнах;

- зниження ризику суверенного дефолту України, а також успішна реструктуризація боргів більшості українських корпорацій, що опинилися у скрутному фінансовому становищі під час кризи.

Експерти схиляються до думки, що, незважаючи на значне зниження кредитних рейтингів, більшість випусків українських єврооблігацій можна вважати надійними, тобто такими, що будуть погашені вчасно і в повному обсязі, що пояснюється наступними причинами [5, с. 17]:

- через високу вартість розміщення та значні обсяги випуску єврооблігацій їх емітентом може бути лише велика, фінансово надійна корпорація з високим потенціалом розвитку;

- для випуску єврооблігацій потенційний емітент проходить обов'язковий аудит фінансової звітності щонайменше за один рік, вживає заходів щодо реструктуризації бізнесу з метою збільшення юридичної прозорості, проводить road-show — презентацію для потенційних інвесторів тощо;

- корпорації-емітенти єврооблігацій приділяють значну увагу збереженню позитивної кредитної історії на міжнародних ринках капіталу, оскільки, як правило, вихід на євrorинок планується як багаторазовий захід.

За даними Банку міжнародних розрахунків, спостерігається кореляційний зв'язок між ступенем розвитку внут-

ришнього ринку корпоративних боргових цінних паперів розвинених країн та обсягом відтоку іноземного капіталу, вкладеного у боргові цінні папери корпорацій [8]. В умовах фінансової кризи та у післякризовий період іноземні інвестори, перш за все, намагаються вилучити капітал, вкладений у боргові цінні папери корпорацій-резидентів країн з нерозвиненим ринком боргових цінних паперів, з метою інвестування у більш ліквідні та надійні активи, а також структуровані фінансові інструменти, характеристики яких дозволяють досягти оптимального співвідношення дохідності, ліквідності та ризикованості.

Таким чином, на сьогодні українські емітенти опинилися в ситуації майже повної неможливості ефективного використання боргових цінних паперів для залучення коштів на міжнародних ринках капіталу через невідповідність характеристик корпоративних еврооблігацій потребам іноземних інвесторів. Висока ризикованість та низька ліквідність еврооблігацій українських корпорацій призвели до значного зниження попиту на ці фінансові інструменти незважаючи на їх високу прибутковість. Додатковою проблемою для українських корпорацій є те, що на даному етапі перед ними, перш за все, стоїть питання відновлення довіри інвесторів, які під час фінансової кризи активно продавали українські еврооблігації і надалі, ймовірно, схилитимуться до утримання від надання коштів у такі боргові цінні папери.

З огляду на це вважаємо за необхідне вжити заходів щодо підвищення інвестиційної привабливості еврооблігацій, випущених вітчизняними корпораціями. Зокрема, усі еврооблігації українських емітентів є незабезпеченими борговими цінними паперами з фіксованою дохідністю та чітко встановленим строком обігу. У світовій практиці для створення гнучкої структури позики використовується значна кількість боргових фінансових інструментів та вбудовані внутрішні механізми, які дозволяють варіювати характеристики цих інструментів.

Одним із видів фінансових інструментів, який в умовах фінансової кризи може ефективно використовуватись корпораціями, є еврооблігації з опціоном пут, які дають інвестору право пред'явити цінні папери до оплати емітенту у певну дату або протягом певного періоду часу до закінчення терміну обігу еврооблігацій. Наявність можливості дострокового погашення на вимогу власника еврооблігації значно збільшує попит на борговий інструмент, оскільки дозволяє інвесторам приймати рішення на основі ринкової ситуації, що склалася на момент дії опціону.

Порівняно новим фінансовим інструментом на євроринку є еврооблігації зі зростанням капіталу (capital growth bonds). Особливістю емісії таких цінних паперів є їх розміщення за номінальною вартістю та викуп емітентом за певною ціною, що перевищує номінал. Через певний період часу або за умови настання певної події, передбаченої угодою, власник еврооблігації зі зростанням капіталу має право вимагати у емітента їх викупу за ціною, яка дорівнює номінальній вартості, помноженій на певний коефіцієнт. Значення цього коефіцієнта залежить від строку обігу облігації, а також від характеру певних подій, передбачених облігаційною угодою.

У міжнародній практиці запозичень також широко використовуються конвертовані еврооблігації, які у певний період або за певних умов можуть підлягати обміну на акції емітента. Експерти вважають, що конвертовані еврооблігації можуть бути ефективним інструментом залучення коштів на міжнародних ринках капіталу, оскільки зменшують інвестиційні ризики та приваблюють інвесторів, зацікавлених у володінні часткою капіталу українських корпорацій.

З метою хеджування кредитних ризиків за борговими цінними паперами корпорації можуть використовувати забезпечені еврооблігації, які відрізняються від традиційних еврооблігацій наявністю забезпечення, що гарантує інвестору повернення основної суми боргу та частини або повної суми відсотків. У якості забезпечення можуть використовуватись будь-які ліквідні активи,

що належать емітенту, проте найчастіше це надходження за кредитами, виданими емітентом третім особам або надійна дебіторська заборгованість емітента.

ВИСНОВКИ

Таким чином, емісія еврооблігацій повинна розглядатися емітентом не як одинична подія, а як комплексна програма диверсифікації зовнішніх джерел запозичених коштів. За умови формування такого підходу корпорації до емісії еврооблігацій створюється можливість для формування сприятливого іміджу емітентів на міжнародних ринках капіталу та планування подальших випусків боргових цінних паперів.

В контексті інтеграції українського ринку корпоративних боргових цінних паперів до міжнародного фінансового ринку з метою підвищення конкурентоспроможності економіки необхідним є здійснення наступних заходів:

- розвиток внутрішнього організованого ринку корпоративних боргових цінних паперів шляхом застосування новітніх технологій на біржах та торговельних майданчиках; спрощення законодавчих процедур випуску та торгівлі корпоративними облігаціями емітентів з позитивною кредитною історією; стимулювання небанківських фінансових інститутів до інвестування тимчасово вільних коштів у боргові цінні папери вітчизняних корпорацій;

- сприяння створенню на українському ринку еврооблігацій сприятливого інвестиційного клімату для широкого кола зарубіжних інвесторів через впровадження надійного механізму гарантування захисту інвестиційних інтересів власників еврооблігацій;

- використання нових боргових інструментів для збільшення гнучкості та інвестиційної привабливості облігаційних позик, зокрема еврооблігацій з опціоном пут, еврооблігацій зі зростанням капіталу, конвертованих та забезпечених еврооблігацій;

- вдосконалення механізму купівлі-продажу українських еврооблігацій серед інституційних інвесторів згідно з вимогами та стандартами міжнародних правил обігу цінних паперів;

- прийняття та затвердження спеціального нормативного документа, що регулюватиме механізм випуску, обігу та погашення еврооблігацій та гармонізація його з міжнародними стандартами.

Література:

1. Закон України "Про ратифікацію Угоди про партнерство і співробітництво між Україною і Європейськими Співтовариствами та їх державами-членами" № 237/94-ВР від 10.11.1994 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: www.rada.gov.ua.
2. Декрет Кабінету Міністрів України "Про державне мито" № 7-93 від 21.01.1993 р. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: www.ligazakon.ua.
3. Біда С.О. Випуск корпоративних еврооблігацій / С.О. Біда // Ринок цінних паперів України. — 2005. — № 3—4. — С. 47—52.
4. Іваненко І. Концептуальні засади інтеграції України до ринку еврооблігацій в умовах глобальної фінансової нестабільності / І. Іваненко // Вісник THEU. — 2007. — № 5. — С. 200—204.
5. Руденко В. Випущено в Україні / В. Руденко // Контракти. — 2009. — № 6. — С. 16—19.
6. Рынок долгового капитала: российский опыт облигационных займов. Исследование рейтингового агентства "Эксперт РА". — 2002. — 31 с. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: www.raexpert.ru/researches/bonds.
7. Офіційний сайт рейтингового агентства Кредит-Рейтинг [Електронний ресурс]. — Режим доступу: www.credit-rating.ua.
8. Офіційний сайт Банку міжнародних розрахунків [Електронний ресурс]. — Режим доступу: www.bis.org.
9. Офіційний сайт інформаційного агентства CBonds [Електронний ресурс]. — Режим доступу: www.cbonds.info.

Стаття надійшла до редакції 08.05.2011 р.