

## ДИНАМИКА ВЛИЯНИЯ САНКЦИЙ НА ВНЕШНИЙ КОРПОРАТИВНЫЙ ДОЛГ

Е. М. БАЕВА

*Теряют ли санкции эффективность воздействия на внешний долг российских компаний? Какие санкции наиболее негативно влияют на их деятельность? Споры относительно интенсивности воздействия различных видов экономических ограничений на заемный капитал российских компаний усиливаются после очередного продления санкций или введения новых запретов.*

*В статье анализируются насколько компаний, подпавших под санкции (первые из них – в 2014 г.) и пострадавших от действия различных их видов. Проведен анализ реакции инвесторов на фактор санкционного давления. Выявлено, что, несмотря на снижение интенсивности и масштаба санкций, более поздние из них все еще способны оказать негативное влияние на деятельность российских компаний. Показано, что даже компании, не входящие в санкционные списки, подвергаются соответствующему негативному влиянию.*

**Ключевые слова:** санкции, реакция рынка на санкции, рынок облигаций, еврооблигации.

### Введение

Все чаще звучат мнения как со стороны регулятора [3], так со стороны финансовых аналитиков [6, 16], что влияние санкций сходит на нет и внутренний рынок адаптировался к постоянному внешнему давлению. Так ли это?

Экономические санкции 2014 г. не представляли собой новую форму экономического и политического воздействия на РФ, уже имевшую аналогичный опыт противостояния санкциям в советское время. Тем ни менее финансовый рынок страны, в настоящее время сильно отличающийся от существовавшего во времена СССР, впервые ощутил на себе искусственное внешнее давление в таком масштабе. Особенно сильному негативному воздействию подвергся рынок внешнего заимствования для корпоративных заемщиков отдельных секторов экономики.

В данной статье проводится оценка эффекта различных видов внешних ограничений на объемы, структуру и динамику внешнего облигационного долга за время существования санкций (с 2014 г.) и анализируется реакция рынка на объявление о санкциях с течением времени. Появляется ли у инвесторов некая

«привыкаемость» к наличию санкций, снижающая негативную реакцию инвесторов, или же наоборот, присутствует эффект накопления негативных новостей?

Понимание того, имеются ли в распоряжении инициаторов санкций дополнительные инструменты воздействия на российскую экономику, поможет спрогнозировать дальнейшее поведение инвесторов и выбрать соответствующие стратегии при размещении новых долговых обязательств и при действиях на вторичном рынке.

### Как санкции затронули российские компании

#### Первый раунд санкций

Первые антироссийские санкции были введены 17 марта 2014 г. после присоединения Крыма к России вследствие событий, происходивших на Украине в конце 2013 – начале 2014 гг. Сначала США, а затем и страны ЕС и другие западные страны выставили ограничения для ключевых российских политиков (более 20 фамилий) и глав корпораций с государственным участием [2]. Всем упомянутым в этом списке лицам запрещался въезд на террито-

Баева Екатерина Михайловна, аспирант кафедры «Финансы и кредит» Санкт-Петербургского государственного университета (Санкт-Петербург), e-mail: caterinabaeva@gmail.com

рии стран—участниц санкций, а также производилась заморозка всех активов.

В течение марта-апреля 2014 г. западные страны продолжали расширять списки физических лиц, подпадавших под санкции.

### **Второй раунд санкций**

10 апреля 2014 г. Совет Европы приостановил права на голосование российской делегации [12].

28 апреля 2014 г. США ввели запрет на проведение бизнес-операций на своей территории для семи российских чиновников и 17 российских компаний (AQUANIKА, AVIA GROUP LTD, AVIA GROUP NORD LLC, ЗАО «ЗЕСТ», ПАО «Инвесткапиталбанк», ПАО «Собинбанк», ООО «Сахатранс», ПАО «СМП банк», ООО «Стройгазмонтаж», «Стройтрансгаз холдинг», «Стройтрансгаз группа компаний», ООО «Стройтрансгаз», ПАО «Стройтрансгаз», ООО «Стройтрансгаз-м», ООО «Инвестиционная компания "Аброс"», «Трансойл», VOLGA GROUP) [14].

В тот же день ЕС объявил об ограничениях еще для 15 человек, при этом заявив, что это меры против определенной политики и людей, связанных с ней. Целью ЕС было создание точечных ограничений, которые имели бы минимальное воздействие на население в целом [8].

### **Третий раунд санкций**

В качестве ответа на эскалацию войны в Донбассе и крушение борта MH17 на территории Донбасса США 17 июля 2014 г. распространили запрет на транзакции внутри страны на российские фирмы «Роснефть», «НОВАТЕК», «Газпромбанк» и «Внешэкономбанк».

25 июля 2014 г. ЕС ввел ограничения для девяти российских компаний (Государственная судоходная компания «Керченская паромная переправа», Государственное предприятие «Севастопольский морской торговый порт», Государственное предприятие «Керченский морской торговый порт», Государственное предприятие «Универсал-Авиа», сана-

торий «Нижняя Ореанда», Крымское республиканское предприятие «Азовский ликероводочный завод», Национальное производственно-аграрное объединение «Массандра», Государственное предприятие «Агрофирма "Магарач"» Национального института винограда и вина «Магарач», Государственное предприятие «Завод шампанских вин "Новый свет"») и 15 физических лиц [8].

И уже пять дней спустя были введены дополнительные санкции против компаний ОАО «Алмаз-Антей», «Добролёт», ПАО «Российский Национальный Коммерческий Банк» [9].

31 июля 2014 г. ЕС представил третью волну санкций. Среди ограничений на поставку технологий, импорта материалов, которые могут быть использованы для военного производства и в нефтяной индустрии, был также введен запрет на выпуск и обращение облигаций, акций и других форм финансовых инвестиций со сроком погашения более 90 дней для Сбербанка, ВТБ, ВЭБа, Газпромбанка, Россельхозбанка, компаний с более чем 50%-ным владением упомянутых банков и компаний с более чем 50%-ным государственным участием [9]. Позднее аналогичные ограничения ввели США, Япония, Швейцария и Норвегия.

12 сентября 2014 г. ЕС добавил к этому списку «Роснефть», «Оборонпром», Объединенную авиастроительную корпорацию (ОАК), Уралвагонзавод, «Концерн Калашникова», «Транснефть», «Газпромнефть». В тот же день были анонсированы американские санкции против нефтедобывающих компаний. Помимо этого США ограничили доступ на рынки капитала для Сбербанка, ВТБ, Банка Москвы, Россельхозбанка, ВЭБа и Газпромбанка [5].

Каждый год — 14 марта 2015 г., 12 марта 2016 г. и 14 марта 2017 г. — ЕС продлевал действие «индивидуальных» санкций, т.е. санкций против физических лиц. 22 июня 2015 г. ЕС продлил действие финансовых ограничений до конца 2016 г. Продлевая санкции каждый год, Евросоюз время от времени расширял список «санкционных» физических лиц и углублял эмбарго.

Санкции США также продлевались ежегодно — 3 марта 2015 г., 2 марта 2016 г., 13 января 2017 г. и 6 марта 2018 г.

### Санкции в связи с предполагаемым вмешательством в выборы в США

В конце декабря 2016 г. США ввели санкции против РФ, обвинив ее во вмешательстве в ход президентских выборов в своей стране. Новые ограничения коснулись шести физических лиц, ФСБ, ГРУ. Также были высланы 35 дипломатов.

3 августа 2016 г. Конгресс США проголосовал за введение новых санкций по обвинению России в кибератаках. Снижалась интенсивность совместной работы спецслужб и сокращались военно-промышленные контакты. Лимитировался также доступ российских компаний к капиталу в США [10].

31 октября 2017 г. США вновь сократили участие России в энергетических проектах. Этим решением были затронуты 33 организации и шесть разведывательных структур, в их числе «Рособоронэкспорт», «Калашников», «Ростех» и др.

### Санкции в связи с «делом Скрипалей»

26 марта 2018 г. страны ЕС, США, Канада, Норвегия и другие европейские страны выслали

российских дипломатических работников, что привело к ухудшению работы посольств и консульств [1].

6 апреля 2018 г. Вашингтон внес в санкционный список 38 российских бизнесменов, официальных лиц и предприятий [4]. На этот раз санкции были введены за «попытки России подорвать западную демократию».

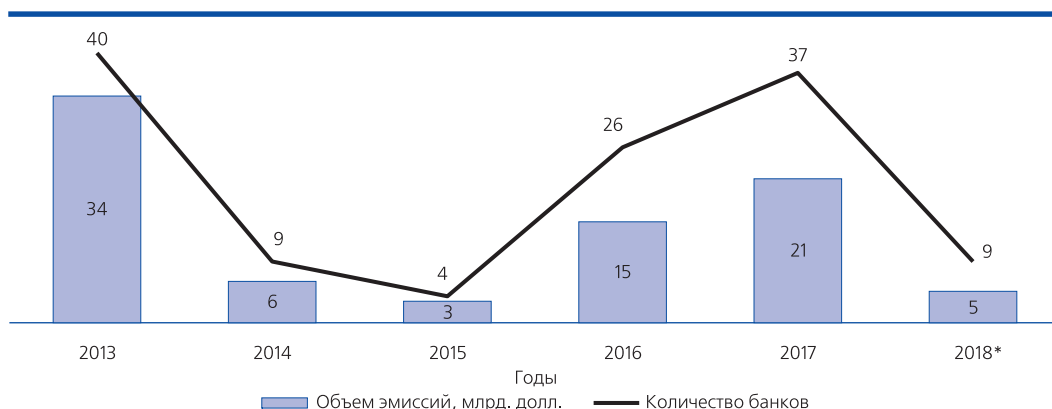
### Ограничения по внешнему долгу российских компаний

Основное влияние на программы внешнего заимствования со стороны РФ оказали санкции второго раунда, которые ограничили долговые займы длительностью более 90 дней на рынках Европы и США.

В 2014 г. количество и объем российских займов резко упали (более чем наполовину по сравнению с предыдущим годом). Ниспадающая динамика продолжалась до конца 2015 г., достигнув минимума в январе 2015 г., когда стало очевидно, что санкции будут усугубляться. (См. рис. 1.) Кроме того, на решение отечественных компаний о выходе на рынок повлияло снижение страновых и корпоративных рейтингов РФ основными рейтинговыми агентствами с 28 января 2015 г.

Однако с 2016 г. активность рынка начала расти: в сентябре 2017 г. Минфин России про-

Рис. 1. Динамика рынка российских еврооблигаций в 2013–2018 гг.



\* — Январь-июнь.

Источник: Reuters, расчеты автора.

вел доразмещение государственных еврооблигаций с погашением в 2027 и 2047 гг. на 1 и 2 млрд. долл. соответственно, спрос на которые со стороны рынка оказался высоким. В июне 2018 г. Минфин вышел на рынок с двумя новыми выпусками еврооблигаций суммарным объемом в 3 млрд. долл., полностью их разместив.

Вслед за РФ на рынок начали выходить компании, в отношении которых, в отличие от государства, были введены санкции. Например, ПАО «Газпром» и ПАО «Лукойл» все еще могут размещать еврооблигации на европейских рынках (в отличие от американского [13]), что они и делали после 2014 г. Например, Швейцария не стала бесспорно следовать европейским или американским санкциям, оставляя за собой право принимать решение по каждому выпуску: из 11 внешних облигационных займов «Газпрома» с датой выпуска после 2014 г. пять были размещены на внутреннем рынке этой страны.

Что касается структуры внешнего облигационного долга российских компаний, то санкции лишь незначительно перестроили ее:

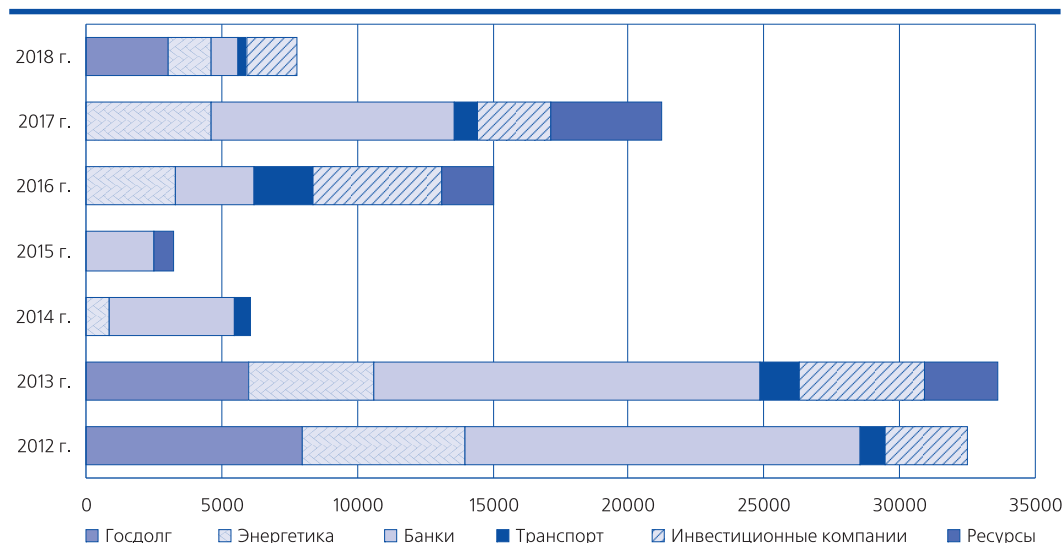
если до 2014 г. на банки приходилась наибольшая доля рынка, то после ограничений для пяти основных отечественных банков с государственным участием (Сбербанка, ВТБ, ВЭБа, Россельхозбанка и Газпромбанка) российские кредитные организации все равно продолжали занимать значительную его часть как основные потребители ликвидности. Газовые и нефтяные компании тоже потеряли не очень много, в основном за счет высокой активности «Газпрома» на рынке. (См. рис. 2.)

Несмотря на негативную среду на внешних рынках, стоимость российских еврооблигаций на них имеет позитивный тренд. (На рис. 3 показано движение индекса ITIEURBD, который состоит из еврооблигаций российских компаний, входящих в Ломбардный лист ЦБ РФ. На нем также четко видны спады, происходящие на даты введения санкций.)

### Как санкции воспринимаются рынком

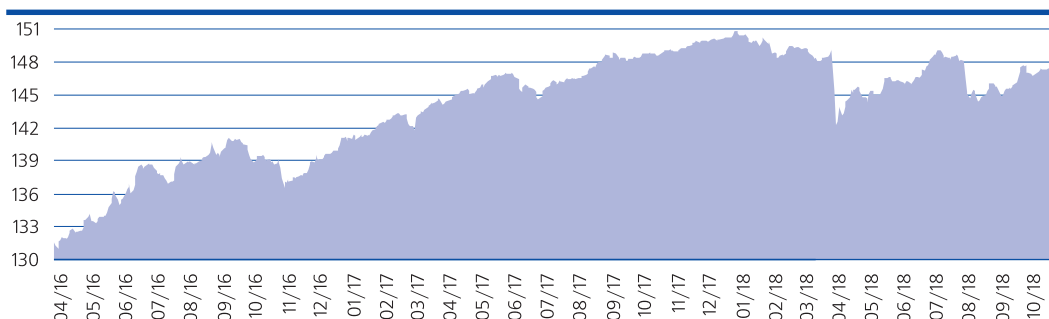
На протяжении действия всего периода санкций аналитики спорят об их влиянии на российский рынок и о достижении ими постав-

**Рис. 2. Объем размещенных корпоративных еврооблигаций в разбивке по секторам в 2012–2018 гг., млрд. долл.**



Источник: Reuters, расчеты автора.

Рис. 3. Индекс ITIEURBD с апреля 2014 по октябрь 2018 гг.



Источник: Solactive AG. URL: <https://www.solactive.com/indices/?se=1&index=DE000SLA1Z29>

ленных целей. Основная сложность в моделировании и оценке эффекта от санкций — это отделить его от других факторов, существенно влияющих на экономику в целом и на рынок облигаций в частности (падение цен на нефть, спад мировой экономики и т.п.).

С одной стороны, спад в мировой экономике в этот период был очевиден, однако к таким последствиям могло привести в основном снижение цен на энергоресурсы. С другой стороны, компании находят новые источники финансирования, перестраивают бизнес-модели и успешно реагируют на новые вызовы и ограничения. Таким образом, формируется мнение, что санкции имеют все меньшее влияние на рынок и что новые ограничения уже не способны препятствовать деятельности российских компаний. Помимо этого, отмечается «привыкание» инвесторов к санкциям. Из вышесказанного возникает вопрос: остались ли у инициаторов санкций инструменты давления на отечественные компании или же наиболее серьезные из них уже задействованы?

В настоящей статье проанализирован краткосрочный эффект от влияния санкций на внешний облигационный рынок РФ.

### Данные и модель

Для анализа степени подверженности новостям о внешних ограничениях используются данные по 49 выпускам еврооблигаций российских компаний, которые находились в об-

ращении с начала 2014 г. и не погашены до настоящего времени. Новые выпуски не включены в рассмотрение с целью достижения сбалансированности панельных данных. Исключение некоторых выпусков по критерию начала или окончания их обращения не уменьшает разнообразия выборки. Оставшиеся облигации все еще сильно дифференцированы по сроку до погашения, доходности, рейтингам. Индивидуальные временные ряды в рассматриваемом кейсе описываются одинаковыми случайными процессами. Кроме того, доходность по своей природе редко бывает стационарной, особенно для такого волатильного рынка, как российский рынок облигаций. По итогам стандартных тестов стационарности рядов также не выявлено.

Еврооблигация — долговая ценная бумага, выпущенная в валюте, отличной от валюты страны-эмитента, подразумевающая наличие синдиката из банков-организаторов для размещения ценных бумаг и выпущенная в юрисдикции страны, отличной от страны-эмитента. Таким образом, анализ еврооблигаций верно отразит влияние санкций на внешнее заимствование.

С целью корректного регрессионного анализа необходимо принять во внимание основные факторы, влияющие на цены еврооблигаций, в качестве которых были приняты изменение ключевой ставки, срок до погашения (*call to worst*) облигаций и *CDS* спреда соответствующих компаний для изменения риско-

вой составляющей. Данные по ставкам были получены с официальных сайтов финансовых институтов стран, в соответствии с валютой выпуска еврооблигаций; ежедневные данные по сроку до погашения и *CDS* – из Bloomberg.

Помимо основных факторов были добавлены переменная для учета влияния деятельности компаний на доходность облигаций (*Stockreturn*, источник данных – Bloomberg) и *dummy*-переменная (*Sanction*), оценивающая влияние санкций и равная 1, если компания находится под санкциями, и 0 – если иначе.

Для анализа влияния санкций были выбраны отметки времени, в которые стало известно о введении очередных санкций. Они высту-

пают в качестве *dummy*-переменных и равняются 1 в день, когда стало известно о соответствующих ограничениях (если *event window* равняется 0), и 0 в другое время – таким образом они призваны отразить влияние санкций на доходность облигаций. Важно отметить, что данные временные отметки могут отличаться от дат фактического введения санкций, поскольку рынок реагирует в первую очередь на изначальные информационные поводы, даже если это слухи о введении санкций. Эффект от данных событий измеряется в течение одного дня до события, дня события и одного дня после события (*event window* = 1). (См. табл. 1.)

**Таблица 1**  
**События, используемые для анализа**

Переменная	Дата введения санкции	Ограничение	Дата (с учетом выходных) первого упоминания новостей о санкции
<i>PR1</i>	14.03.2014	Первый раунд санкций (США+Европа): физические лица	14.03.2014
<i>PR2</i>	28.04.2014	США+Европа: физические лица и компании, имеющие к ним отношение	28.04.2014
<i>PR3</i>	17.07.2014	США: запрет на транзакции внутри страны по российским фирмам «Роснефть», «НОВАТЕК», «Газпромбанк» и «Внешэкономбанк»	17.07.2014
<i>PR4</i>	26.07.2014	Третий раунд санкций: физические лица и компании	28.07.2014
<i>PR5</i>	12.09.2014	ЕС добавил к ранее указанному (июльскому) списку «Роснефть», «Оборонпром», Объединенную авиастроительную корпорацию (ОАК), Уралвагонзавод, Концерн «Калашников», «Транснефть», «Газпромнефть»	12.09.2014
<i>PR6</i>	30.07.2015	США: расширение списка санкций «за нарушение международного права и разжигание конфликта на востоке Украины»	30.07.2015
<i>PR7</i>	16.03.2015	Продление первого раунда санкций	16.03.2015
<i>PR8</i>	14.03.2016	Продление первого раунда санкций	14.03.2016
<i>PR9</i>	26.12.2016	Ограничения коснулись 6 физических лиц, ФСБ, ГРУ. Также были высланы 35 дипломатов	26.12.2016
<i>PR10</i>	14.03.2017	Продление первого раунда санкций	14.03.2017
<i>PR11</i>	03.08.2017	Санкции в связи с предполагаемой кибератакой	03.08.2017
<i>PR12</i>	26.03.2018	Страны ЕС, США, Канада, Норвегия и другие европейские страны выслали российских дипломатических работников	23.03.2018
<i>PR13</i>	06.04.2018	Вашингтон внес в санкционный список 38 российских бизнесменов, официальных лиц и предприятий – не госкомпаний	10.04.2018
<i>PR14</i>	14.08.2018	Новые санкции в связи с «делом Скрипалей». Законопроект внесен в Конгресс США	08.08.2018

Источник: расчеты автора.

### Гипотезы

Чтобы проследить динамику влияния санкций на рынок внешнего долга российских компаний, представляется целесообразным использовать исследовательскую модель, оценивающую воздействие определенных событий на рынок. Она позволяет отследить изменение цен как реакцию рынка на объявление новых санкций.

Гипотезы, проверяемые с помощью эконометрических тестов, сформулированы следующим образом:

H0: инициаторы санкций в какой-то момент исчерпали внешние ограничения, способные значительно повлиять на российский рынок. Другими словами, более поздние санкции по-

казывают меньшее влияние на рынок российских еврооблигаций ( $PR_i > PR_j$ , где  $PR$  – оценка эффекта от санкций,  $i$  и  $j$  – порядковые номера санкций, при этом  $i < j$ );

H1: существуют более поздние санкции, которые оказали более сильное воздействие на рынок, чем предыдущие ( $PR_i < PR_j$ ).

Помимо этого можно ожидать негативного статистически значимого коэффициента для всех переменных, описывающих введение санкций. Это условие должно выполняться не только для компаний из списка санкционных, но и для остальных. Ограничение на внешние заимствования приведет к тому, что компании повысят свой интерес к внутреннему рынку заимствований и к ограничению ликвидности на нем.

**Таблица 2**  
**Результаты панельной регрессии**

	Оценка	Стандартное отклонение	t-статистика	$PR(> t )$
Константа	0,000201	0,001787	0,1126	0,910386
<i>Stockreturn</i>	3,898948	0,151348	25,7614	<2,2e-16***
<i>Sanction</i>	-0,03514	0,106094	-0,3312	0,740478
<i>Key Rate Change</i>	0,059991	0,037096	1,6172	0,105848
<i>TTM</i>	0,005754	0,010151	0,5668	0,570837
<i>CDS</i>	-0,00092	2,43E-05	-38,0124	<2,2e-16***
<i>PR1</i>	-0,44099	0,044567	-9,8949	<2,2e-16***
<i>PR2</i>	-0,04774	0,044583	-1,0708	0,28425
<i>PR3</i>	-0,9205	0,044577	-20,6494	<2,2e-16***
<i>PR4</i>	-0,22039	0,044571	-4,9447	7,647e-07***
<i>PR5</i>	-0,07391	0,044577	-1,658	0,097331,
<i>PR6</i>	-0,12866	0,044559	-2,8874	0,003885**
<i>PR7</i>	-0,00392	0,044572	-0,088	0,929912
<i>PR8</i>	0,040697	0,044562	0,9133	0,361097
<i>PR9</i>	-0,00788	0,044559	-0,1769	0,859556
<i>PR10</i>	-0,09971	0,04456	-2,2376	0,02525*
<i>PR11</i>	0,005423	0,044559	0,1217	0,903142
<i>PR12</i>	-0,1101	0,044669	-2,4649	0,01371*
<i>PR13</i>	-0,52259	0,04482	-11,6599	<2,2e-16***
<i>PR14</i>	-0,05365	0,044569	-1,2038	0,228662

**Примечания:**

1. Уровни значимости, используемые для индикации значимости оценок в таблице:  $p = 0,05-0,1$ , уровень значимости = 0,1; \*  $p = 0,01-0,05$ , уровень значимости = 0,5; \*\*  $p = 0,001-0,1$ , уровень значимости = 0,01; \*\*\*  $p = 0,0,001$ , уровень значимости = 0,001.

2. Значение коэффициента детерминации (R-Squared): 0,45893.

3. Значение скорректированного коэффициента детерминации (Adj. R-Squared): 0,45589.

Источник: расчеты автора.

Соединив все переменные, мы получим следующее уравнение линейной панельной регрессии с использованием подхода *First-difference*:

$$\begin{aligned} & \ln(\text{Bondreturn}_{i,t}) \cdot 100 = \\ & = \ln(\text{CDS}_{i,t}) + \text{Sanction}_{i,t} + \text{KeyRateChange}_{i,t} + \\ & + \text{TTM}_{i,t} + \ln(\text{Stockreturn}_{i,t}) + \text{PR1} + \text{PR2} + \\ & + \text{PR3} + \text{PR4} + \text{PR5} + \text{PR6} + \text{PR7} + \text{PR8} + \\ & + \text{PR9} + \text{PR10} + \text{PR11} + \text{PR12} + \text{PR13} + \\ & + \text{PR14} + e_{i,t}, \end{aligned}$$

Для анализа используются ежедневные панельные данные по 49 выпускам еврооблигаций с 1 января 2014 г. по 5 ноября 2018 г. (1243 торговых дня). Таким образом, количество наблюдений составило 59 664. Модель является сбалансированной. (См. табл. 2.)

Исходя из оценок и уровней значимости коэффициентов, можно отвергнуть нулевую гипотезу, которая предполагает уменьшение эффекта, оказываемого более поздними санкциями. Напротив, в начале апреля 2018 г. (*PR13*) наблюдался даже больший негативный эффект, чем при первом объявлении санкций (*PR1*). Эти санкции привнесли на рынок эффект новизны, так как показали ему, что ограничения могут быть введены не только относительно государственных компаний, но и против компаний лиц, не имеющих связей с государством.

Наибольший негативный эффект на внешний государственный долг РФ (-0,92%) оказали санкции от 17.07.2014 г. (*PR3*). Это было первое ограничение на транзакции российских компаний в США. С другой стороны, исходя

из оценок и их значимости, можно предположить, что некоторые санкции носили более формальный, чем действенный, характер. Например, санкции *PR9* (высылка российских дипломатов и рестрикции против шести физических лиц) не оказали влияния на рынок и не стали значимыми. Оценка *Sanctions* хоть и была отрицательной, но не стала значимой, что говорит о том, что доходность изменяется независимо от наличия компании в списке санкций.

В целом нельзя проследить четкую динамику влияния финансовых ограничений на внутренний рынок, поскольку они слишком разнородны и оказывают различное влияние на разные компании. Но можно сделать следующий вывод: хотя интенсивность и масштаб санкций уменьшаются, у ЕС и США все еще есть рестрикции, способные повлиять на состояние российского рынка.

### Заключение

Экономические санкции привели к сокращению объемов внешних заимствований российских компаний, подпавших под санкции, и к их переориентированию на внутренний рынок. Повышение рейтингов и выход государства на внешний рынок капитала усилили позитивные ожидания инвесторов и эмитентов, однако новые ограничения от апреля 2018 г. негативно повлияли на активность новых размещений.

Санкции уже не являются «плохой новостью» для потенциальных держателей облигаций, но пока нельзя говорить о том, что их действие себя исчерпало и каждые новые ограничения по своему влиянию на рынок будут уступать предыдущим. ■



**Приложение**  
**Количество корпоративных выпусков на внешних рынках в разбивке по компаниям**

Название компании в источнике	Название материнской компании	2012 г.	2013 г.	2014 г.	2015 г.	2016 г.	2017 г.	2018 г.
GAZ CAPITAL SA	Газпром	2	6	1	0	4	5	2
СВОМ FINANCE PLC	Московский кредитный банк	0	2	0	0	2	2	2
POLYUS FINANCE PLC	Полюс	0	2	0	0	2	2	2
MMC FINANCE DAC	Норильский никель	0	2	0	2	0	3	0
EVRAZ GROUP SA	Евраз	0	2	0	1	1	2	0
GLOBAL PORTS FINANCE PLC	Восточная стивидорная компания	0	0	0	0	4	0	0
PHOSAGRO BOND FUNDING DAC	Фосагро	0	0	0	0	0	2	2
STEEL FUNDING DAC	Группа НЛМК	0	0	0	0	2	2	0
ALFA BOND ISSUANCE PLC	Альфа Банк	2	0	2	0	0	2	0
ALFA HOLDING ISSUANCE PLC	Альфа Банк	0	0	0	0	0	2	0
BORETS FINANCE DAC	Сервисная компания «Борец»	0	0	0	0	0	2	0
DME AIRPORT DAC	Аэропорт Домодедово	0	1	0	0	1	0	1
EUROCHEM	Еврохим	0	0	0	0	2	0	0
GTLK EUROPE DAC	ГТЛК	0	0	0	0	1	1	0
KOKS FINANCE DAC	ПАО «КОКС»	0	0	0	0	0	2	0
LUKOIL	Лукойл	0	2	0	0	2	0	0
METALLOINVEST FINANCE DAC	Металлоинвест	0	2	0	0	0	2	0
PETROPAVLOVSK 2016 LTD	ГК «Петропавловск»	0	0	0	0	0	2	0
RUSSIA (GOVERNMENT)	Правительство РФ	3	3	0	0	0	0	2
RZD CAPITAL PLC	РЖД	1	2	1	0	0	2	0

## Приложение (продолжение)

SCF CAPITAL DAC	ООО «КБ "ВНЕШФИНБАНК"»	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
SIBUR	Сибур	0	0	0	0	0	0	0	0	2	0	0
STEEL CAPITAL SA	Северсталь	2	0	0	0	0	0	0	0	2	0	0
ALFA-BANK AO	Альфа Банк	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0
V&N BONDS DAC	МДМ Банк	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0
O1 PROPERTIES FINANCE PLC	Группа O1	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0
OFCB CAPITAL PLC	Финансовая Корпорация «Открытие»	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0
EDC FINANCE LTD	ООО «Буровая Компания "Евразия"»	0	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EURASIA CAPITAL SA	HOME CREDIT	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FEDERAL GRID FINANCE LTD	ФСК ЕЭС	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
GPB EUROBOND FINANCE PLC	Газпромнефть	1	1	2	0	0	0	0	0	0	0	0
GPN CAPITAL SA	Газпром	2	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0
MTS INTERNATIONAL FUNDING	МТС	0	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0
NOVATEK FINANCE LTD	НОВАТЕК	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
ROSNEFT	Роснефть	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
RSHB CAPITAL SA	РСХБ	0	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0
SB CAPITAL SA	Сбербанк	5	0	3	0	0	0	0	0	0	0	0
SISTEMA INTERNATIONAL FUNDING	Система	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
TMK CAPITAL SA	Трубная металлургическая компания	0	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0
VEB FINANCE PLC	ВЭБ	0	4	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Источник: Bloomberg, расчеты автора.

### Литература

1. Более двадцати стран вышлют российских дипломатов из-за «дела Скрипалей». Март 2018 г. / РИА «Новости». URL: [https://ria.ru/world/20180326/1517291665.html?referrer\\_block=index\\_main\\_2](https://ria.ru/world/20180326/1517291665.html?referrer_block=index_main_2)
2. Все санкции Запада против России. 2016 г. / ТАСС. URL: <https://tass.ru/mezhdunarodnaya-panorama/1055587>
3. Заявление Председателя Банка России Эльвиры Набиуллиной по итогам заседания Совета директоров 14 декабря 2018 года, 2018 г. / Центральный банк Российской Федерации, пресс-релиз. URL: <http://cbr.ru/Press/event/?id=2305>
4. США расширили санкционный список в отношении России. Май 2018 г. / РИА «Новости». URL: <https://ria.ru/world/20180406/1518078552.html>
5. Хронология введения санкций и ответные меры России в 2014–2015 годах. Ноябрь 2015 г. / РИА «Новости». URL: <https://ria.ru/spravka/20151125/1328470681.html>
6. Beyer, A., Zogg, B. Time to Ease Sanctions on Russia. July 2018 // Policy Perspectives, CSS ETH Zurich. URL: [http://www.css.ethz.ch/content/dam/ethz/special-interest/gess/cis/center-for-securities-studies/pdfs/PP6-4\\_2018.pdf](http://www.css.ethz.ch/content/dam/ethz/special-interest/gess/cis/center-for-securities-studies/pdfs/PP6-4_2018.pdf)
7. COUNCIL DECISION 2014/508/CFSP of 30 July 2014. 2014 / EUR-Lex, press-release. URL: [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=uriserv:OJ.L\\_.2014.226.01.0023.01.ENG](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=uriserv:OJ.L_.2014.226.01.0023.01.ENG)
8. COUNCIL IMPLEMENTING REGULATION (EU) No. 810/2014 of 25 July 2014. 2014 / EUR-Lex, press-release. URL: [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=uriserv:OJ.L\\_.2014.221.01.0001.01.ENG](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=uriserv:OJ.L_.2014.221.01.0001.01.ENG)
9. COUNCIL REGULATION (EU) No. 833/2014 of 31 July 2014. 2014 / EUR-Lex, press-release. URL: [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=OJ:JOL\\_2014\\_229\\_R\\_0001&from=EN](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=OJ:JOL_2014_229_R_0001&from=EN)
10. Countering America's Adversaries Through Sanctions Act, August 2017 / One Hundred Fifteenth Congress of the United States of America, an Act. URL: [https://www.treasury.gov/resource-center/sanctions/Programs/Documents/hr3364\\_pl115-44.pdf](https://www.treasury.gov/resource-center/sanctions/Programs/Documents/hr3364_pl115-44.pdf)
11. EU restrictive measures. 2014 / Council of the European Union. 29 April 2014. URL: [http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/EN/foraff/135804.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/EN/foraff/135804.pdf)
12. Harding, L. Russia delegation suspended from Council of Europe over Crimea // The Guardian. 2014. URL: <http://www.theguardian.com/world/2014/apr/10/russia-suspended-council-europe-crimea-ukraine>
13. Here's How Europe's Russian Sanctions Differ From Washington's // Forbes, June 2017. URL: <https://www.forbes.com/sites/kenrapoza/2017/06/23/heres-how-europes-russian-sanctions-differ-from-washingtons/#3a8afd145161>
14. OFAC's SDN List, 2014 / U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY. URL: <https://www.treasury.gov/resource-center/sanctions/OFAC-Enforcement/Pages/20140428.aspx>
15. Oxenstierna, S., Olsson, P. The economic sanctions against. Impact and prospects of success. 2015.
16. Smeets, M. Can economic sanctions be effective? // Economic Research and Statistics Division, World Trade Organization, 2018. URL: [https://www.wto.org/english/res\\_e/reser\\_e/ersd201803\\_e.pdf](https://www.wto.org/english/res_e/reser_e/ersd201803_e.pdf)

### References

1. More than twenty countries will send out the Russian diplomats due to the «Skripal case». March 2018 / RIA News. URL: [https://ria.ru/world/20180326/1517291665.html?referrer\\_block=index\\_main\\_2](https://ria.ru/world/20180326/1517291665.html?referrer_block=index_main_2)
2. All sanctions of the West against Russia. 2016 / TASS. URL: <https://tass.ru/mezhdunarodnaya-panorama/1055587>
3. Statement by the Chairman of the Bank of Russia Elvira Nabiullina on the results of a meeting of the Board of Directors on December 14, 2018 / Central Bank of Russian Federation, press-release. URL: <http://cbr.ru/Press/event/?id=2305>
4. The United States expanded the sanctions list against Russia. May 2018 / RIA News. URL: <https://ria.ru/world/20180406/1518078552.html>
5. Chronology of the introduction of sanctions and the response of Russia in 2014–2015. November 2015 / RIA News. URL: <https://ria.ru/spravka/20151125/1328470681.html>
6. Beyer, A., Zogg, B. Time to Ease Sanctions on Russia. July 2018 // Policy Perspectives, CSS ETH Zurich. URL: [http://www.css.ethz.ch/content/dam/ethz/special-interest/gess/cis/center-for-securities-studies/pdfs/PP6-4\\_2018.pdf](http://www.css.ethz.ch/content/dam/ethz/special-interest/gess/cis/center-for-securities-studies/pdfs/PP6-4_2018.pdf)
7. COUNCIL DECISION 2014/508/CFSP of 30 July 2014. 2014 / EUR-Lex, press-release. URL: [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=uriserv:OJ.L\\_.2014.226.01.0023.01.ENG](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=uriserv:OJ.L_.2014.226.01.0023.01.ENG)

8. COUNCIL IMPLEMENTING REGULATION (EU) No. 810/2014 of 25 July 2014. 2014 / EUR-Lex, press-release. URL: [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=uriserv:OJ.L\\_.2014.221.01.0001.01.ENG](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=uriserv:OJ.L_.2014.221.01.0001.01.ENG)
9. COUNCIL REGULATION (EU) No. 833/2014 of 31 July 2014. 2014 / EUR-Lex, press-release. URL: [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=OJ:JOL\\_2014\\_229\\_R\\_0001&from=EN](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=OJ:JOL_2014_229_R_0001&from=EN)
10. Countering America's Adversaries Through Sanctions Act, August 2017 / One Hundred Fifteenth Congress of the United States of America, an Act. URL: [https://www.treasury.gov/resource-center/sanctions/Programs/Documents/hr3364\\_pl115-44.pdf](https://www.treasury.gov/resource-center/sanctions/Programs/Documents/hr3364_pl115-44.pdf)
11. EU restrictive measures. 2014 / Council of the European Union. 29 April 2014. URL: [http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/EN/foraff/135804.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/EN/foraff/135804.pdf)
12. Harding, L. Russia delegation suspended from Council of Europe over Crimea // The Guardian, 2014. URL: <http://www.theguardian.com/world/2014/apr/10/russia-suspended-council-europe-crimea-ukraine>
13. Here's How Europe's Russian Sanctions Differ From Washington's // Forbes, June 2017. URL: <https://www.forbes.com/sites/kenrapoza/2017/06/23/heres-how-europes-russian-sanctions-differ-from-washingtons/#3a8afd145161>
14. OFAC's SDN List, 2014 / U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY. URL: <https://www.treasury.gov/resource-center/sanctions/OFAC-Enforcement/Pages/20140428.aspx>
15. Oxenstierna, S., Olsson, P. The economic sanctions against. Impact and prospects of success. 2015.
16. Smeets, M. Can economic sanctions be effective? // Economic Research and Statistics Division, World Trade Organization, 2018. URL: [https://www.wto.org/english/res\\_e/reser\\_e/ersd201803\\_e.pdf](https://www.wto.org/english/res_e/reser_e/ersd201803_e.pdf)

### **Have Sanctions been Losing its Effect on the Foreign Debt of Russian Companies?**

**Ekaterina M. Baeva** — Postgraduate Student of the Chair «Finance and Credit», Saint Petersburg State University (Saint Petersburg, Russia). E-mail: [caterinabaeva@gmail.com](mailto:caterinabaeva@gmail.com)

*Every new loop of economical limitations cause intense discussions regarding the effect of the sanctions on foreign debt of the affected companies. The article reviews if the affected companies could adapt to the new reality of the Eurobond market limitations, which have been introduced in 2014 as a response for Russian foreign policy. The second part of the article consists of the analysis of the reaction of the debt market on the sactions-affiliated news. The article revealed that despite the decrease in the intensity and scale of sanctions, later sanctions are still able to have a negative impact on the activities of Russian companies. They affect the entire market, including the companies that have not been listed in the ISS lists.*

**Key words:** sanctions, market reaction to sanctions, bond market, eurobonds.