

Украинские банки — ведущая сила растущего рынка корпоративных облигаций

Юрий Прозоров, член УОФА, Главный консультант Экспертно-аналитического центра Совета НБУ по вопросам денежно-кредитной политики

Александр Вальчишен, член УОФА, Главный экономист отдела выпуска финансовых инструментов АКБ «Укрсоцбанк»

Международный опыт свидетельствует, что для успешного развития рынка корпоративных облигаций необходим спрос на данный финансовый инструмент со стороны всех участников рынка — эмитентов, инвесторов, финансовых посредников, а также стабильное законодательное поле и стимулирующая денежно-кредитная политика центрального банка. Сегодня в Украине, на наш взгляд, есть все предпосылки для создания благоприятной среды для участников этого рынка

Рынок корпоративных облигаций является существенной частью механизма преобразования сбережений в инвестиции, позволяя заемщикам привлекать капитал для финансирования как текущей хозяйственной деятельности, так и долгосрочных инвестиционных проектов путем выпуска долговых ценных бумаг (обычно не обеспеченных залогом, в отличие от операций банковского кредитования) и их продаже инвесторам на фондовом рынке.

Парадокс украинского рынка корпоративных облигаций состоит в том, что на нем доминируют банки, которые выступают основными андеррайтерами, инвесторами и к тому же выпускают собственные облигации в качестве эмитентов. Небанковские финансовые учреждения ввиду их слабости не играют заметной роли на долговом рынке. Этим мы отличаемся от стран, где именно крупные институциональные инвесторы (страховые компании, пенсионные и взаимные инвестиционные фонды) являются основными покупателями корпоративных долговых инструментов. Возможно, заявленная политика созданной Госкомиссии по регулированию финансовых услуг на укрупнение страховых компаний и старт пенсионной реформы приведет в среднесрочной перспективе к появлению институциональных инвесто-

ров и в Украине. Однако на данном этапе конкуренцию банкам на этом рынке вряд ли кто-то составит.

Взрывной интерес участников рынка корпоративных облигаций к этому финансовому инструменту выражается растущими новыми выпусками. В I полугодии 2003 г. ГКЦБФР зарегистрировала 90 выпусков корпоративных облигаций на общую номинальную сумму 2,159 млрд грн., что более чем в 7 раз превышает показатель за I полугодие 2002 г., и на 20,5% превышает суммарный объем эмиссий, прошедших государственную регистрацию с 1996 по 2002 г.

Объем сделок с корпоративными облигациями на организованном вторичном рынке за 6 мес. 2003 г. увеличился до 875,3 млн грн. При этом среднесуточный объем торгов корпоративными облигациями в системе ПФТС в I полугодии 2003 года составил 7,13 млн грн., что на 3,93 млн грн. больше аналогичного показателя за весь 2002 г. Обратим внимание на то, что доля облигаций в среднесуточном объеме сделок со всеми корпоративными ценными бумагами увеличилась с 51,5% в 2002 г. до 70,3%.

Первооткрывателем как внутреннего рынка облигаций, так и международного рынка капиталов, является компания «Киевстар GSM», ведущий оператор мобильной связи в Украине, которая открыла сезон публичных облигационных заимствований 2003 года. Ко второму выпуску своих внутренних облигаций компания подошла в ранге лидера рынка — первой украинской компании с международным кредитным рейтингом «В-» (прогноз «стабильный») от рейтингового агентства Standard & Poor's. При размещении, которое уложилось в один рабочий день, облигации «Киевстар GSM» были оценены покупателями (подавляющее большинство которых составили украинские банки) с уровнем доходности 15% по серии А и 12% по серии В (в долларовом эквиваленте).

К перечню так называемых регулярных эмитентов облигаций (с постоянной периодичностью выходящих на рынок капиталов) присоединился международный аэропорт «Борисполь» со 2-й эмиссией на сумму 44 млн грн., разделенной на 4 равных транша с различными датами первичного размещения. Первые 2 транша эмиссии были проданы в предусмотренные сроки.

Таблица 1

Банки-лидеры по организации выпусков корпоративных облигаций

Андеррайтер	Объем выпусков, грн. *	Перечень эмитентов, выпуски облигаций которых происходили с участием андеррайтера
АКБ «Укрсоцбанк»	572 501 000,00	ДТОО «Юго-Западная железная дорога», ОАО «Концерн Галнафтогаз», ООО «Оранта-Украина», ДП «Галактис», ОАО «Галактон», АКБ «Укрсоцбанк»
АКИБ «УкрСиббанк»	217 060 300,00	ЗАО «Киевстар GSM» (1-й и 2-й выпуски), ГМА «Бориспіль» (1-й и 2-й выпуски), ДП «Контин-Инвест», ЗАО «Киев-Контин», ОАО «Сармат», ГАК «Титан» (2-й выпуск)
АКБ «Аркада»	149 000 000,00	ООО «Аркада-Фонд» (все выпуски)
АППБ «Аваль»	112 400 000,00	ОАО «Стройматериалы», ОАО «Стройматериалы-маркетинг», ЗАО «Арго», ООО «ЮВС», ЗАО «Укрэнергопром», АППБ «Аваль»
ЗАО «Альфа-банк»	107 775 300,00	ЗАО «АВК», ООО «Метален», ОАО «Галифарм», ООО «Областная аптечная холдинговая компания», ОАО «Агропродукт»
* Объем выпусков корпоративных облигаций, зарегистрированных в ГКЦБФР в период 2001–2003 гг.; расчеты авторов.		

Из новых эмитентов, вышедших на публичный рынок облигаций, мы выделяем следующие выпуски:

1. ГП «Черноморнефтегаз» — единственная нефтегазовая компания Украины, разрабатывающая нефтегазовые месторождения на шельфе Азовского и Черного морей.

2. Юго-Западная железная дорога (ЮЗЖД), являющаяся монополистом на рынке железнодорожных перевозок.

3. ЗАО «Киев-Конти», на протяжении последних трех лет входящее в тройку крупнейших производителей кондитерских изделий в стране.

4. ОАО «Концерн Галнафтогаз», владеющий наибольшей сетью автозаправочных станций в Центральной и Западной Украине. В планах «Концерн Галнафтогаз» предусматривается последующий выход на рынок еврооблигаций.

Украинский монополист фиксированной связи ОАО «Укртелеком» осуществил в июне 2003 г. выпуск облигаций на рекордную для отечественного рынка сумму в размере 700 млн грн.¹ Выделяя данный выпуск как один из главных, важно отметить, что согласно условиям выпуска в течение 1-го года жизни облигаций их размещение будет закрытым, а на публичный рынок они попадут лишь с 1 июня 2004 г.

Первая пятерка украинских банков-андеррайтеров по предварительным итогам 8 мес. 2003 г. выглядит следующим образом (табл. 1).

В качестве эмитентов банки выпускают собственные облигации, преследуя такие цели, как диверсификация своей ресурсной базы и улучшение её в плане срочности, создание облигационной истории банка с дальним прицелом выхода на международный рынок заимствований, получение опыта организации облигационных займов, необходимого для проведения последующих клиентских эмиссий.

Рост выпуска банковских облигаций (табл. 2) во многом сдерживается законодательным ограничением номинального объема эмиссии облигаций не более 25% оплаченного уставного фонда эмитента только для акционерных обществ, которое не распространяется на общества с ограниченной ответственностью. Об абсурдности такого положения, сдерживающего развитие рынка, говорится достаточно давно², но воз и ныне там.

Только показательный громкий дефолт пустышки — какого-нибудь ООО, выпустившего на вполне законных основаниях эмиссию мусорных облигаций на десятки миллионов гривен, — отрезвит рынок. В последнее время и в Госкомиссии по ценным бумагам и финансовому рынку задумались по этому поводу³. Возможно, вскоре банкам (в подавляющем большинстве являющимися АО) придется пойти по известному пути обхода 25%-го ограничения, создавая для этого дочерние предприятия в виде ООО и размещая не собственные бумаги, а корпоративные облигации этих ДП «Банк-инвест» под гарантии материнского банка.

Таблица 2.

**Собственные эмиссии банков в 2002–2003 гг.
(в порядке возрастания объема выпуска)**

Наименование эмитента	Общая сумма эмиссии, тыс.грн.	Серия	Кол-во ЦБ в серии	Номинал	Дата выпуска	Дата погашения	% ставка
АППБ «Аваль»	80 000	A	80 000	1000.00	21.07.2003	17.01.2005	12
ОАО «Кредитпромбанк»	27 000	B	13 500	1000.00	27.05.2003	22.08.2005	15
		A	13 500	1000.00	27.05.2003	22.05.2006	15
АО «Кредит Банк (Украина)»	25 000	A	5 000	1000.00	22.04.2003	20.01.2004	11
		B	10 000	1000.00	22.04.2003	20.04.2004	12
		C	10 000	1000.00	22.04.2003	19.10.2004	14
АКБ «Укрсоцбанк»	17 500	A	17 500	1000.00	25.02.2003	25.01.2005	12
АКБ «Форум» *	15 000	A	150 000	100.00	30.06.2003	30.06.2006	
КБ «НАДРА»	13 500	A	13 500	1000.00	20.05.2003	20.05.2004	13.5
КБ НРБ-Україна	13 013	A	13 013	1000,00	24.02.2003	22.02.2005	\$9
АКБ «Райффайзенбанк Украина»	13 000	A	13 000	1000.00	21.02.2003	21.08.2003	13
ЗАО «Микрофинансовый банк»	11 900	C	5 900	1000.00	21.07.2003	20.07.2005	14
		B	3 000	1000.00	20.06.2003	20.06.2005	14
		A	3 000	1000.00	20.05.2003	19.05.2005	14
ЗАО «Донгорбанк»	10 000	A	700	10 000.00	17.07.2003	17.04.2004	12
		B	300	10 000.00	17.07.2003	17.01.2005	12.5
КБ «Хрещатик»	10 000	C	10 000	1000.00	15.07.2003	14.03.2005	15
АКБ «Интербанк»	7 500	A	7 500	1000.00	23.05.2003	20.05.2006	14
АБ «Киевская Русь»	5 000	A	5 000	1000.00	21.07.2003	21.07.2005	15
ОАО «Электрон Банк»	5 000	A	50	100 000.00	22.07.2003	20.07.2004	14
АКБ «Меркурий»	4 875	A	4 875	1000.00	03.06.2003	03.06.2004	15

* Дисконтные облигации (по выпускам остальных банков предусмотрен ежеквартальный купон).

Таким образом, очевидно, что по-настоящему развитого рынка корпоративных облигаций в Украине пока нет. В условиях, когда (по различным оценкам аналитиков) банки выкупают порядка 90% объемов на первичном рынке, размещение банками собственных облигаций выступает опосредованной операцией межбанковского кредитования и требует соблюдения соответствующих лимитов.

Банк — активный покупатель на рынке МБК при завершении периода регистрации эмиссии собственных облигаций рискует столкнуться в связи с достаточно высокой изменчивостью межбанковского рынка с проблемой размещения своих облигаций в полном объеме среди других банков в результате исчерпания или закрытия на себя лимитов со стороны банков-продавцов.

Покупка банками облигаций субъектов хозяйственной деятельности по своей экономической сути является синдицированным необеспеченным кредитованием эмитентов. В условиях существующего пока превышения ставок кредитования реальных заемщиков над доходностью корпоративных облигаций кредитные комитеты банков стоят перед сложной дилеммой при выборе направления вложения средств — между кредитным и долговым рынком, и не всегда в пользу последнего.

¹ Не считая «мертворожденного» прошлогоднего выпуска 10-летних облигаций от ДП «Газ Украины» в размере 3,5 млрд грн., отмененного Постановлением КМ Украины № 658 от 5 мая 2003 г.

² Прозоров Ю.В., Вальчишен О.В. Корпоративні облигації в Україні: вдалиий старт. — Финансовые риски. №1-2, 2002. с.54-56.

³ Н. Бурмака. «80% зарегистрированных в Украине облигаций ООО не имеют материального обеспечения» / Пресс-конференция ГКЦБФР на тему «Рынок корпоративных облигаций в Украине: увеличение спроса и предложений, 27.08.03 г.».