



«МУСОРНЫЕ» ИЛИ

Критерии отбора

долговые
инструменты

Сегодня молодой рынок ценных бумаг в Украине все четче очерчивает в себе сегменты, в которых выпускаются на рынок и обращаются на нем основные виды корпоративных ценных бумаг — акции и облигации. Развитие рынка выстраивается из отдельных обнадёживающих, но не обязательно идеальных звеньев. Поэтому приближение украинского рынка ценных бумаг к стандартам, которые характерны рынкам развитых стран, на наш взгляд, является одной из первоочередных задач как самих участников рынка, так и государственных регулирующих органов и саморегулирующих организаций.

ПОЧЕМУ НЕОБХОДИМО РАЗДЕЛЕНИЕ?

В последние пару лет мы являемся свидетелями активного количественного роста публичного предложения корпоративных облигаций. На фоне впечатляющего количественного роста качественные сдвиги произошли (и довольно быстро) только в сфере раскрытия информации об эмитентах облигаций и о предлагаемых ими ценных бумагах. Другие элементы инфраструктуры рынка корпоративных облигаций в силу разных причин продолжают либо отсутствовать, либо пребывать в зачаточном, незадействованном состоянии. Под такими элементами инфраструктуры рынка мы подразумеваем, во-первых, базу институциональных инвесторов (пенсионных и взаимных инвестиционных фондов, страховых компаний) и, во-вторых, агентства по предоставлению эмитентам облигаций кредитных рейтингов. Остановимся на тех моментах, которые, по нашему мнению, еще сдерживают переход рынка украинских корпоративных бондов в цивилизованное русло.

Каждый из указанных элементов имеет свои пробелы в сфере законодательного регулирования их деятельности, и их участие, как полноправных игроков отечественного рынка в соответствии со стандартами развитых стран, все еще откладывается. Появление пенсионных фондов в связи с затягиванием пенсионной реформы следует ожидать как минимум через полтора-два года, а кредитные агентства в Украине хоть и существуют (уже две компании позиционируют себя как кредитные агентства), но к их услугам участники рынка пока не прибегают. Публикация же местными рейтинго-



ИНВЕСТИЦИОННЫЕ?

выми агентствами так называемых «публичных» рейтингов, мало что даёт. Такие мес-течковые «рейтинги» типа «*BBB UA*», основанные на открытой доступной информации об эмитенте, его инвестиционном меморандуме и финансовой отчетности, в принципе, может разрабатывать и публиковать любой «аналитик». От этого эмитент бумаг в инвестиционную градацию не попадет. Мировые же гиганты рейтингового бизнеса в лице вице-президента «Moody's» Джонатана Шифера и замдиректора «S&P» Михаила Андросова (г. Москва) в начале текущего года официально заявили об отсутствии у них планов по открытию своих структур в Украине. Проблема действительной, а не просто декларируемой, независимости местных рейтинговых агентств и признания их рейтингов участниками отечественного рынка, на наш взгляд, носит институциональный характер, требует законодательного урегулирования и будет достаточно острой в ближайшие несколько лет, особенно учитывая нарастающую вероятность «показательно-го дефолта».

Очевидно, что предоставление эмитентам признаваемых рейтингов и их публичное оглашение кредитными агентствами как на стадии подготовки к выпуску облигаций, так и на протяжении всего срока их обращения, позволит покупателям и держателям облигаций отслеживать изменения кредитоспособности эмитента, и в некоторой степени способно нивелировать удар по рынку, когда кредитоспособность эмитента облигаций будет снижаться к уровню несвоевременного обслуживания обязательств. При отсутствии такой практики, на наш взгляд, безоблачное развитие отечественного рынка необеспеченных корпоративных облигаций может быть подвержено сокрушительному воздействию даже после одного дефолта. Проблема эта широко дискутируется в России. Недавно журналом «Рынок ценных бумаг» и ИА «Cbonds» в Москве проводилась конференция по оценке возможных угроз таких дефолтов. Не избежит этого и украинский рынок. Поэтому, нам не нужно впадать в излишнюю эйфорию, особенно при массовом выходе на рынок с миллионными эмиссиями разнообразных ДП и ООО без какой-либо внятной кредитной истории.

Кроме того, в Украине по-прежнему отсутствует ликвидный рынок государственных облигаций с различными сроками погашения, формирующий базисную кривую доходности (*yield curve*) — зависимость доходности государственных облигаций от срока их погашения. На развитых рынках ценообразование корпоративных облигаций и, соответственно, их доходность определяется как доходность аналогичной по сроку погашения государственной облигации плюс премия за кредитный риск (рейтинг) того или иного корпоративного эмитента. В отечественных условиях уровень

доходности корпоративных облигаций определяется как некая величина, зависящая, прежде всего, от состояния ставок на рынке банковских кредитов.

С нашей точки зрения, размеры рынка и степень его развития потребуют в скором времени ранжирования множества эмитентов, бросившихся в начале 2003 г. выпускать корпоративные облигации, в соответствии с общепризнанными стандартами на *инвестиционные облигации (investment grade bonds)* эмитентов с высокой кредитоспособностью и *«мусорные» облигации (junk bonds)* с низкой кредитоспособностью, которые называются также, следуя терминологии творца гигантского американского «пузыря» (рынка джанков) 80-х годов прошлого столетия Майкла Милкена, *высокодоходными облигациями (high yield bonds)*. На наш взгляд, сам термин «высокодоходные облигации» есть некий евфемизм, введенный с целью не обижать руководство эмитентов и не отпугивать от этого рынка консервативных инвесторов. Внутренняя суть высокорискового и именно поэтому достаточно доходного инструмента от этого не меняется. Поэтому мы предлагаем термин «мусорные облигации» или «джанки» применять в профессиональной среде аналитиков и участников рынка долговых инструментов, а его благозвучный заменитель — термин «высокодоходные» — использовать в различных официальных бумагах и при работе с клиентами. Сложившийся же в украиноязычной академической среде «теоретиков» фондового рынка термин «смітєві облігації», несет в себе еще более уничижительный подтекст, чем его русский аналог. Поэтому, на наш взгляд, он вряд ли приживется.

Сначала ранжирование на инвестиционные и «мусорные» бумаги в Украине будет носить неформальный характер, исходящий от сообщества финансовых аналитиков, работающих на рынке долговых инструментов. Далее, возможно, оно станет популярным элементом подготовительной работы эмитента к выходу на отечественный рынок корпоративных облигаций и получение признанного кредитного рейтинга в одном из кредитных агентств Украины.

Другим очевидным фактором в условиях, когда рынок государственных облигаций не направлен на поддержание корпоративных долговых ЦБ, является выделение из группы нынешних или новых эмитентов, выходящих на рынок с предложением своих облигаций, тех эмитентов, которые способны сформировать кривую доходности, максимально приближенную к гипотетической кривой доходности облигаций государства, как наименее рискованных ценных бумаг. По отклонению от данной кривой в базисных пунктах и будут оцениваться новые эмиссии корпоративных облигаций.

МЕТОДЫ ОТБОРА

В Украине сейчас существуют три, достаточно аргументированные, точки зрения на разделение рынка корпоративных бумаг на инвестиционные и «мусорные».

Первый подход, достаточно распространенный сейчас, состоит в том, что *все корпоративные облигации, выпущенные украинскими эмитентами, являются «мусорными»* в связи с низким страновым рейтингом Украины «В» по шкале «S&P». Облигации корпоративных эмитентов, как правило, не могут превышать суверенный рейтинг, еще весьма далёкий от заветных «BBB—». А поскольку к «мусорным» относятся и облигации вообще без рейтинга, каковыми является подавляющее число проведенных на данный момент выпусков, то все отечественные облигации можно считать «мусорными».

Вторая, несколько парадоксальная, точка зрения озвучивалась авторами на Круглом столе, посвященном анализу инструментов с фиксированной доходностью, в Украинском обществе финансовых аналитиков 10 апреля 2003 г. Она состоит в том, что с точки зрения местного инвестора, вкладывающего гривневые ресурсы, до наступления первого дефолта на рынке *все украинские корпоративные облигации де-факто*

являются бумагами инвестиционного класса, т. к. статистика дефолтов по ним равна 0%, что является лучше общемировых показателей частоты дефолтов по эмитентам инвестиционного качества, составивших по итогам 2002 г. 0,5%.

Третья точка зрения на проблему лежит посередине между первыми двумя позициями, и к ней в данный момент склоняются авторы. Она состоит в том, что уже сейчас, не дожидаясь неизбежного первого и последующих за ним дефолтов, необходимо предлагать некие критерии разделения внутреннего рынка на инвестиционные и «мусорные» бумаги. А сам рынок, точнее статистика дефолтов на нём, затем скорректирует эти критерии в нужном направлении. Априори, без накопленной статистики дефолтов, сколько бы мы, как аналитики, не анализировали разнообразную финансовую отчетность эмитентов, разбирались в часто запутанной и малопрозрачной структуре их собственности, применяя какие угодно методики оценки риска, работающие на развитых рынках, достоверно отнести конкретного эмитента к тому или иному классу в момент размещения эмиссии, на наш взгляд, очень проблематично.

Далее попытаемся сформулировать методы разделения корпоративных ЦБ с фиксированной доходностью.

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ И МУСОРНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Под словосочетанием «корпоративные облигации» мы, как и многие другие участники рынка, подразумеваем облигации, выпущенные субъектами хозяйствования согласно законодательству Украины, включая коммерческие банки, предприятия промышленности, сферы услуг и других секторов экономики.

В силу того, что коммерческие банки в Украине являются наиболее капитализированными финансовыми институтами в стране, их кредитные риски являются на сегодняшний день довольно низкими, и поэтому мы предлагаем банковские облигации отнести к *инвестиционным облигациям*.

Оставшуюся массу эмитентов следует рассматривать с точки зрения публичности предложения выпущенных облигаций. Поскольку еще не существует формального разграничения выпусков облигаций на *публичные (или открытые)* и на *частные (или закрытые)*, то критерием отбора облигаций и их эмитентов, для дальнейшего разделения на инвестиционные и «мусорные», является *открытость* выпуска при первичном размещении. Непубличные выпуски облигаций не имеет смысла подвергать ранжированию, т. к. параметры и структурирование таких облигаций направлены на достижение определенных интересов оптимизации финансовых потоков внутри группы компаний-партнеров.

Минимальным порогом для входа эмитента облигаций в публичный сектор являются:

- ♦ ставка годового дохода превышает минимальный уровень процентных ставок на финансовом рынке;
- ♦ «рыночный» срок обращения облигаций от 1 до 3 лет с предоставлением периодической возможности держателю осуществлять досрочное погашение облигации;
- ♦ доступный для мелких инвесторов номинал облигации (не более 5 тыс. грн.);
- ♦ размещение облигаций с помощью финансового посредника с лицензией торговца ЦБ;
- ♦ раскрытие информации об эмиссии не ограничивается официальной информацией о выпуске облигаций и сопровождается

1 Рыночные выпуски облигаций, находящиеся в обращении

Эмитент облигаций	Объем нового выпуска, млн. грн.
ОАО «Укртелеком»	700
ГП «Юго-Западная железная дорога»	500
ЗАО «Киевстар GSM» (2-й выпуск)	59
ГМК «Титан»	50
ООО «Метален»	50
ГМА «Борисполь» (2-й выпуск)	44
ЗАО «Сармат»	30
ГМК «Черноморнефтегаз»	30
ДП «Контин-Инвест» ЗАО «ПО «Киев-Контин»	30
ЗАО «Концерн Галнафтогаз»	30
ЗАО «Дружба народов Нова»	25
ООО «Агропродукт»	15
ДП «Галактис» ОАО «Галактон»	10
ООО «Молочный дом»	10
ЗАО «АВК»	9

Эмитент	Активы, Ф 1 ст. 280	Оборотные активы, Ф 1 ст. 260	Запасы, Ф 1 ст. 100 + 110 + 120 + 130 + 140	Текущие финансовые инвестиции, Ф 1 ст. 220
ОАО «Укртелеком»	7 801 921,6	1 319 534,9	289 593,6	0,0
ГП «Юго-Западная железная дорога»	4 320 641,0	237 532,0	96 988,0	0,0
ЗАО «Киевстар GSM» (2-й выпуск)	1 860 156,2	285 884,1	152 597,4	0,0
ГАО «Титан»	590 875,0	141 021,0	46 071,0	0,0
ООО «Метален»	768 469,0	366 900,0	36 190,7	1 033,8
ГМА «Борисполь» (2-й выпуск)	740 223,0	105 767,0	6 370,0	0,0
ЗАО «Сармат»	494 575,2	98 933,1	30 987,1	0,0
ГАО «Черноморнефтегаз»*	1 440 439,7	472 769,2	124 564,6	0,0
ДП «Контин-Инвест» ЗАО «ПО «Киев-Контин»**	11 389,9	71 402,2	26 336,9	0,0
ЗАО «Концерн Галнафтогаз»	120 941,9	57 549,2	676,8	18 492,5
ЗАО «Дружба народов Нова»	116 800,0	85 988,0	12 553,0	0,0
ООО «Агропродукт»	144 777,1	122 591,4	29 594,8	0,0
ДП «Галактис» ОАО «Галактон»	10 127,8	8 531,1	0,0	0,0
ООО «Молочный дом»	26 120,6	24 384,2	7 463,7	0,0
ЗАО «АВК»	261 478,8	134 147,6	55 906,5	0,0

* данные за 9 месяцев 2002 г., для всех остальных эмитентов данные за весь 2002 год;

** финансовые показатели ЗАО «ПО «Киев-Контин».

ся проведением презентаций и предоставлением потенциальным инвесторам инвестиционного меморандума;

- ♦ срок размещения облигаций не стремится максимально приблизиться к сроку их обращения, а соответствует минимальному периоду времени, в течение которого финансовый посредник осуществляет их размещение среди инвесторов.

Соответственно, эмитенты облигаций, не отвечающие указанным требованиям, мы предлагаем классифицировать как *непубличные выпуски* и исключить их из дальнейшего рассмотрения. В табл. 1 представлены облигации, находящиеся в обращении.

Для разделения публичных выпусков корпоративных облигаций (табл. 2) на инвестиционные и «мусорные» мы предлагаем воспользоваться анализом традиционных коэффициентов (табл. 3), применяемых в кредитном анализе облигаций, а именно, показателей ликвидности, устойчивости и рентабельности.

ГЛАВНЫЕ И ВТОРОСТЕПЕННЫЕ ЭМИТЕНТЫ

Кроме указанного деления, возможно, следует адаптировать к отечественным условиям методику разделения эмитентов корпоративных облигаций на *основные (major corporate issuers)* и *второстепенные (minor corporate issuers)* эмитенты.

Согласно данной методике, под основными эмитентами подразумеваются те предприятия или корпорации, которые обеспечивают инвесторов регулярным, значительным по объему и стабильным предложением унифицированных облигаций с высоким кредитным рейтингом. Они выходят на рынок с новыми выпусками облигаций довольно регулярно — каждый месяц или квартал, а срок обращения их облигаций разных выпусков варьируется от краткосрочных до долгосрочных. Основных эмитентов называют еще «нетерпеливыми трейдерами» в силу их высокой потребности во внешнем финансировании. Такие эмитенты финансово сильны и их хозяйственная деятельность находится под руководством компетентных менеджеров. При этом их способность обслуживать обязательства по облигациям пользуется высоким доверием среди широкого круга инвесторов. В результате, корпоративные облигации основных эми-

Денежные средства и их эквиваленты, Ф 1 ст. 230 + 240	Собственный капитал, Ф 1 ст. 380	Текущие обязательства, Ф 1 ст. 620	Долгосрочные обязательства, Ф 1 ст. 480	Финансовый результат, Ф 2 ст. 100 — прибыль или ст. 105 — убытки	Финансовые затраты, Ф 2 ст. 140	Амортизация, Ф 2 ст. 260
176 395,5	6 224 314,9	645 053,3	905 719,5	1 288 452,1	69 543,8	516 284,2
17 132,0	3 341 048,0	826 914,0	147 662,0	40 123,0	22 996,0	242 726,0
75 324,9	935 228,1	379 975,3	544 125,6	632 466,2	72 792,1	101 226,9
513,0	463 515,0	127 360,0	0,0	10 850,0	10 349,0	21 353,0
148,9	532 856,0	179 747,4	55 865,6	142 158,2	9 555,5	5 072,7
28 717,0	502 508,0	61 074,0	176 641,0	46 001,0	13 431,0	50 042,0
817,1	252 852,9	170 368,3	71 223,3	1 936,5	11 220,3	24 473,4
3 300,3	1 266 817,1	172 003,3	853,0	62 360,4	454,9	32 363,6
1 942,8	23 114,8	63 821,2	26 960,9	18 355,6	8 247,7	4 592,5
957,3	86 890,1	10 198,2	23 853,6	2 693,4	727,7	3 273,2
93,0	107 081,0	9 719,0	0,0	24 162,0	94,0	1 786,0
9,7	22 121,1	122 656,0	0,0	31 095,8	300,3	620,4
8 483,3	– 84,2	40,1	10 171,9	– 0,4	94,4	0,3
336,5	103,6	26 017,0	0,0	132,7	0,0	41,5
2 916,3	169 750,0	76 275,1	14 146,6	35 709,5	6 351,7	7 426,4

тентов находятся на руках широкого круга держателей и наверняка активно торгуются на вторичном рынке. Основные эмитенты имеют инвестиционный кредитный рейтинг, подтвержденный одним или двумя кредитными агентствами.

Подходящими кандидатами для вхождения в группу основных эмитентов корпоративных облигаций являются:

- ♦ *инфраструктурные компании (infrastructure companies) — автотранспорт, железнодорожный транспорт, авиалинии, аэропорты, морские порты, телекоммуникационные компании;*
- ♦ *компании по производству продуктов (товаров) общего потребления (utility companies) — предприятия электроэнергетики (генерация электроэнергии и ее распределение), водоканалы.*

3 Результаты расчетов некоторых финансовых коэффициентов

Эмитент	Чистый оборотный капитал	Отношение чистого оборотного капитала к общей стоимости активов	Ликвидность			Коэффициент			
			текущая	срочная	мгновенная	платежеспособности (автономии)	финансирования	обеспеченности оборотными средствами	покрытия процентов
ОАО «Укртелеком»	674 481,6	8,65	2,05	1,60	0,27	0,80	0,25	0,51	18,53
ГП «Юго-Западная железная дорога»	– 589 382,0	– 13,64	0,29	0,17	0,02	0,77	0,29	– 2,48	1,74
ЗАО «Киевстар GSM» (2-й выпуск)	– 94 091,2	– 5,06	0,75	0,35	0,20	0,50	0,99	– 0,33	8,69
ГМК «Титан»	13 661,0	2,31	1,11	0,75	0,00	0,78	0,27	0,10	1,05
ООО «Метален»	187 152,6	24,35	2,04	1,84	0,01	0,69	0,44	0,51	14,88
ГМА «Борисполь» (2-й выпуск)	44 693,0	6,04	1,73	1,63	0,47	0,68	0,47	0,42	3,42
ЗАО «Сармат»	– 71 435,2	– 14,44	0,58	0,40	0,00	0,51	0,96	– 0,72	0,17
ГМК «Черноморнефтегаз»	300 765,9	20,88	2,75	2,02	0,02	0,88	0,14	0,64	137,09
ДП «Контин-Инвест»	7 581,0	6,66	1,12	0,71	0,03	0,20	3,93	0,11	2,23
ЗАО «ПО «Киев-Контин»									
ЗАО «Концерн Галнафтогаз»	47 351,0	39,15	5,64	5,58	1,91	0,72	0,39	0,82	3,70
ЗАО «Дружба народов Нова»	76 269,0	65,30	8,85	7,56	0,01	0,92	0,09	0,89	257,04
ООО «Агропродукт»	– 64,6	– 0,04	1,00	0,76	0,00	0,15	5,54	0,00	103,55
ДП «Галактис» ОАО «Галактон»	8 491,0	83,84	212,75	212,75	211,55	– 0,01	– 121,28	1,00	0,00
ООО «Молочный дом»	– 1 632,8	– 6,25	0,94	0,65	0,01	0,00	251,13	– 0,07	—
ЗАО «АВК»	57 872,5	22,13	1,76	1,03	0,04	0,65	0,54	0,43	5,62

Очевидно, что на зарождающихся рынках капиталов, в том числе и в Украине, большинство корпоративных эмитентов и выпусков их облигаций не соответствуют критериям основных эмитентов. Поэтому их классифицируют в соответствии с данной методикой как *второстепенные*. В типичном случае второстепенные эмитенты выпускают незначительные по объему эмиссии корпоративных облигаций, которые не могут быть раскуплены широким кругом инвесторов и, соответственно, их вторичный рынок имеет чрезвычайно низкую ликвидность.

Несмотря на то, что второстепенные эмитенты могут иметь инвестиционный кредитный рейтинг, они могут редко выходить на рынок с новым предложением облигаций. Их еще называют «терпеливыми трейдерами» из-за невысокой потребности в безотлагательном финансировании.

На наш взгляд, в Украине еще нет эмитентов, которые могли бы быть классифицированы как основные эмитенты, по крайней мере, в силу того, что большинство эмитентов делают всего лишь пробные шаги на данном рынке.

Для развития рынка корпоративных облигаций такое разделение эмитентов позволит выделить круг основных эмитентов облигаций и утверждать о том, что данные выпуски могут рассматриваться как эталонные (*benchmark issues*).

В условиях, когда рынок государственных облигаций не поддерживает рынок корпоративных ценных бумаг созданием безрисковой кривой доходности для ценообразования новых корпоративных выпусков облигаций, именно основные эмитенты корпоративных облигаций, имеющие высоколиквидный вторичный рынок, могут создать альтернативу — некую эталонную кривую доходности для дальнейшего развития рынка ценных бумаг с фиксированной доходностью.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Резюмируя изложенное ранее, можно прогнозировать следующие варианты перспектив сегментации рынка корпоративных облигаций в Украине.

Первый — крайне нежелательный — обрушивание рынка после неожиданного крупного дефолта по необеспеченным облигациям эмитента, которого все однозначно относили к украинскому «инвестиционному классу». После этого может возникнуть психологическое отторжение главных участников-банков от рынка корпоративных долговых обязательств как ненадежного в целом, в отличие от рынка классических операций кредитования под залог.

Это может повлечь за собой повторение ситуации рынка облигаций внутреннего государственного займа 1998 г.: прекращение операций с финансовыми инструментами, утратившими репутацию надежных, формирование банками соответствующих резервов, сброс по принципу домино корпоративных облигаций из банковских кредитно-инвестиционных портфелей, массовую чистку и сокращение отделов ценных бумаг коммерческих банков. Притом, что за январь — апрель 2003 г. кредитный портфель банковской системы Украины вырос на 11% с 46,7 до 51,9 млрд. грн., инвестиционный портфель даже уменьшился — с 4,4 до 4,3 млрд. грн. (это чуть более \$800 млн.). Доля ценных бумаг (всех, а не только корпоративных облигаций) в консолидированном кредитно-инвестиционном портфеле всей банковской системы Украины снизилась с 8,6 до 7,7%.

Учитывая, что задолженность правительства Украины перед коммерческими банками по государственным ценным бумагам на 01.05.2003 г. составляла порядка 2,1 млрд. грн., можно сделать вывод о том, что соотношение кредитов к негосударственным инструментам фондового рынка (облигациям и векселям) в структуре активных операций банков Украины растет и практически составляет уже 23:1, что пока опровергает тезис о «буме» на рынке корпоративных ценных бумаг. Роль банковского

кредитования в последнее время, наоборот, возрастает в Украине по сравнению с выпуском долговых инструментов. Поэтому в случае кризиса прекратить операции с корпоративными облигациями и надолго «похоронить» из-за отсутствия иных серьезных инвесторов нарождающийся рынок корпоративных бондов украинские банки могут быстро и без особых проблем.

Второй, менее апокалипсический, но более вероятный сценарий — незначительные дефолты мелких корпоративных эмитентов в 2004 г. — начале 2005 г., которые не повлияют на рынок в целом, но послужат толчком к более резкому сегментированию новых выпусков облигаций. Причем, после этого большие, надежные основные эмитенты инвестиционного класса понизят для себя цену заимствования, а «мусорные» облигации достаточно резко выделятся как отдельный класс, который найдет для себя рискованных инвесторов, учитывая общую среднесрочную тенденцию на понижение процентных ставок на отечественном финансовом рынке.

Юрий ПРОЗОРОВ,

Главный консультант ЭАЦ Совета НБУ

по вопросам денежно-кредитной политики, ISMO, член УОФА,

Александр ВАЛЬЧИШЕН,

финансовый аналитик ООО «АРТ-Капитал» (г. Киев), член УОФА

ІНФОРМАЦІЯ, НЕОБХОДИМА ДЛЯ ПРИНЯТТЯ РІШЕНЬ

Новості дня

Інформаційні продукти:

УФС-Економіка+Фінанси **УФС-Банки**

УФС-Страховання **УФС-Директор**

www.ufs.com.ua

інформаційне агентство

Український Фінансовий Сервер

04212, г. Киев, ул. Маршала Тимошенко, 19, т. (044) 4137991, ф. (044) 4137463, e-mail: marketing@ufs.com.ua