В Украину пришло лето, традиционный период сезонного затухания активности, в том числе на рынке облигаций. Однако на сей раз дело вовсе не в температурных показателях. Вот уже полтора года рынок корпоративных и муниципальных облигаций Украины пребывает в коме. Резкая девальвация гривны и во многом связанный с этим паралич банковской системы привели к оттоку средств с рынка. Нерезиденты массово стремились выйти из активов в гривне, банки не могли покупать облигации на фоне замораживания кредитной активности. А других покупателей, сколько-нибудь влияющих на погоду на рынке облигаций Украины, просто нет. В результате, с осени 2008 года владельцы корпоративных бумаг начали в массовом порядке предъявлять их по оферте. При этом резкое повышение ставок эмитентами не могло изменить решение инвесторов. В свою очередь, вероятность успешного размещения новых выпусков была сопоставима с возможностью встретить динозавра на улицах столицы Украины.

40 миллиардов ГРИВЕН С НДС

Завершился год тотального предъявления облигаций по оферте в октябре 2009 года. Приятным исключением стали банки. Крупнейшие финансовые учреждения в большинстве случаев сами скупили свои долги с рынка со значительным дисконтом у стремительно удирающих из гривневых инструментов нерезидентов. Тем не менее, это не изменило главного: облигации престали обращаться на рынке. Непредъявленными остались лишь долговые инструменты, в проспекте эмиссии которых по счастливой случайности не была предусмотрена оферта на 2009 год. К ним относятся выпуски облигаций городских муниципалитетов, в которых традиционно не предусмотрена оферта в связи с необходимостью учитывать погашение бюджетом города, а также несколько корпоративных заемщиков. Но данные бумаги стали лишь исключением из правил. А все прочие корпоративные заемщики столкнулись с необходимостью досрочного погашения взятых на себя обязательств. При этом возможности рефинансирования (на которую, надо быть честными, уповали большинство компаний при осуществлении займа) больше не было, а погашение не входило в планы эмитентов. Несмотря на то что подавляющее большинство эмитированных в 2004–2008 гг. облигаций предусматривали оферту, этой возможностью инвесторы фактически не пользовались, и привлекавшие финансирование компании не были готовы к такому повороту событий. С увеличением количества реструктуризированных выпусков компании-эмитенты потеряли всякий стимул выполнять свои обязательства, это стало просто немодно. Массовый характер реструктуризаций фактически легализировал невыполнение обязательств по оферте. В условиях финансового кризиса, когда банковское кредитование было недоступно, неот-

Сергей ФУРСА,
старший аналитик,
ИК «Аструм»

данный долг фактически означал привлеченный долг и дополнительное конкурентное преимущество в условиях жесткого дефицита финансового ресурса.

Погасили предъявленные бумаги лишь немногие эмитенты, держатели прочих облигаций столкнулись с простым выбором — либо реструктуризация обязательств, либо дефолт. Выбор делался в пользу реструктуризации, за исключением особо кричащих случаев, когда эмитент демонстрировал недружественную позицию. В таком случае переговоры о реструктуризации переходили в зал суда и, собственно, оттуда еще не вышли.

Дефолт же по украинским внутренним долгам наступал только в том случае, когда компания сама демонстрировала нежелание платить по своим обязательствам, начиная процедуру банкротства, которую нередко возглавляли представители менеджмента. По такому пути пошли «Ютист», «Омега» и ряд других компаний, которые, видимо, вряд ли вернутся в скором времени на облигационный рынок. В некоторых случаях ситуация приобретала анекдотичный характер, и держателям облигаций приходилось объединяться с целью хотя бы просто отыскать заемщика.

То, что осталось от украинского рынка корпоративного долга, часть экспертов называют белым листом, другие — выжженной землей. Вне зависимости от того, к какому лагерю относится наблюдатель, его взору представляется пустое пространство. А, как известно, природа не терпит пустоты. Но давайте немного отвлечемся и вспомним, что в этой самой природе существует еще один сегмент рынка облигаций — сектор государственного долга.

ОВГЗ вот уже полгода остаются основным инвестиционным инструментом на долговом рынке Украины и, что греха таить, единственным. При этом инструментом крайне высокодоходным, если посмотреть на ситуацию последних полутора лет. Острый дефицит ресурсов в 2009 году сделал правительство заложником рынка. Привлекая короткие ресурсы в первом квартале 2009 года, Минфин столкнулся с необходимостью рефинансирования значительного объема средств уже с сентября. Другого способа, кроме как снова привлечь деньги на рынке, у правительства не было. Такой ситуацией с лихвой воспользовались украинские банки (и трудно их в чем-то обвинить с точки зрения экономической логики), разгоняя доходность перед значительными платежами. В результате, в октябре стоимость привлечения ресурсов для правительства поставила абсолютный рекорд — 29.5%. Так что не стоит удивляться, что у корпоративного сектора не было ни единого шанса. Когда доходность государственных внутренних бумаг находится в районе 25%, покупать корпоративные бумаги неестественно. Ситуация изменилась в начале 2010 года, когда стабилизация гривны на фоне резкого снижения как доходности суверенных еврооблигаций Украины, так и стоимости страховки валютного гривневого риска, заставила инвесторов повнимательнее присмотреться к украинским ОВГЗ. Ну а политическая стабилизация, как бы к ней кто ни относился, завершила начатое. В результате, в марте-апреле мы увидели впечатляющее ралли в сегменте украинских государственных облигаций. Доходность с уровня 22–23% снизилась до 11% по краткосрочным бумагам и 13% по среднесрочным ОВГЗ. В результате, инвесторы смогли получить до 200% годовых за несколько первых месяцев 2010 года при вложении в среднесрочные бумаги. При этом Минфин на сегодня больше не является заложником рынка, самостоятельно диктуя инвесторам условия игры.

> В ОКТЯБРЕ 2009 ГОДА СТОИМОСТЬ ПРИВЛЕЧЕНИЯ РЕСУРСОВ ДЛЯ УКРАИНСКОГО ПРАВИТЕЛЬСТВА СОСТАВИЛА АБСОЛЮТНО РЕКОРДНУЮ ЦИФРУ — 29.5%

И вот, казалось бы, пришло время для восстановления корпоративного сектора. С одной стороны, доходность суверенного долга держится на уровне ниже 14% уже больше месяца, высокая инфляция позволяет компаниям привлекать ресурсы на уровне 17–20%. Тем более, недостатка в предложении нет. Это и бумаги, выкупленные эмитентами начиная со второго квартала 2008 года, и выпуски, техническое размещение которых было проведено в 2009 году. Постепенно поступают в продажу облигации структурных подразделений железных дорог Украины, предлагающих инвестору крайне привлекательный уровень доходности (выше 20% годовых при ежемесячной выплате купона, ставка — 24%). Данный выпуск был организован еще в августе 2009 года и почти девять месяцев ждал своего часа. Завершил размещение выпуска облигаций ГМА «Борисполь», общий объем выпуска составил 150 млн грн. И хотя эксперимент нельзя считать до конца чистым, поскольку большая часть нового выпуска была обменена на старые облигации, но на оставшуюся часть эмиссии спрос был. Начали заявлять о подготовке размещений новые старые эмитенты, в свое время выполнившие все свои обязательства («Альфа-Банк Украина» с доходностью 18%, «Хлебпром» с доходностью 18–22%).

С другой стороны, макроэкономическая ситуация является благоприятной для инвестирования в украинские активы. Рост ВВП, поддерживаемый прежде всего восстановлением экспортных рынков, в 2010 году ожидается на уровне не ниже 4–5%. Курс гривны находится на отметке 7.92 UAH/USD начиная с марта 2010 года. При этом единственным фактором, сдерживающим укрепление национальной валюты, выступает Национальный банк, скупающий избыток предложения денег (только за апрель он составил $1.3 млрд), наращивая валютные резервы. Регулятор не исключает укрепления курса гривны, тут определяющей будет позиция МВФ.

И вот в тот момент, когда корпоративные эмитенты застыли на старте, правительство подготовило рынку сюрприз, который может стать шлагбаумом на пути к восстановлению. Для кого-то он оказался приятным, для кого-то — смерти подобен. Речь идет о выпуске НДС-облигаций (НДС-ОВГЗ), который запланирован на июнь. К 2010 году Украина накопила огромный объем задолженности перед экспортерами по возврату НДС.

ЭМИССИЯ НДС-ОБЛИГАЦИЙ ЗА НЕСКОЛЬКО МЕСЯЦЕВ УВЕЛИЧИТ ОБЪЕМ ГОСУДАРСТВЕННОГО ДОЛГА В ОБРАЩЕНИИ В ДВА РАЗА

И механизмом погашения части этой задолженности был выбран инструмент НДС-облигаций, опробованный еще в 2004 году. Объем задолженности, которую намерены погасить за счет таких облигаций, составляет более 20 млрд грн. А это гигантская сумма для нынешнего рынка облигаций Украины, 99% которого на сегодня сосредоточено в сегменте государственного долга. В настоящее время общий объем эмиссии ОВГЗ составляет порядка 100 млрд грн. В то же время, если отбросить бумаги, которые принадлежат Национальному банку и другим родственным правительству структурам, то остаются около 27 млрд грн. в собственности банков и порядка 4.6 млрд грн. в собственности нерезидентов. Правда, в поисках настоящего рыночного объема имеет смысл не учитывать часть бумаг, находящихся в собственности госбанков, которые были либо получены ими в процессе рекапитализации, либо куплены по настоятельным просьбам сверху. В результате, реальный объем рынка ОВГЗ составляет порядка 20 млрд грн. Таким образом, эмиссия НДС-облигаций за несколько месяцев увеличит объем государственного долга в обращении в два раза. И пускай НДС-облигации не будут прямым аналогом стандартных государственных облигаций (предполагается, что это будут пятилетние бумаги с купоном в 5.5% и амортизационной формой погашения с выплатами раз в полгода), но спред к ОВГЗ не превысит 200 б.п. Условия выпуска еще не являются финальными и, не исключено, будут пересмотрены под давлением МВФ. Представить себе, как отечественный рынок сможет переварить такую сумму, крайне сложно. Вернее, можно, но этот сценарий будет крайне неприятен экспортерам и эмитентам корпоративных облигаций. Большой объем эмиссии приведет к конкуренции между собственниками НДС-облигаций, которые будут вынуждены продавать свои бумаги со значительным дисконтом, до 30% от номинала. Как свидетельствует статистика первичного рынка ОВГЗ, спрос на такой объем появляется на уровне доходности 20% и выше. Это приведет к тому, что доходности в государственном сегменте поднимутся до 18–20% и по стандартным сериям. Какой период понадобится рынку для абсорбирования НДС-облигаций, на данный момент прогнозировать трудно. Это зависит и от формы выпуска НДС-облигаций, в частности количества траншей, которыми он будет проведен, и от того, какой процент предприятий реального сектора решит воздержаться от продажи бумаг. В любом случае ясно одно: до осени 2010 года НДС-облигации будут оставаться основной и, судя по всему, единственной инвестиционной идеей для покупателей на украинском рынке.

Таким образом, именно сентябрь-октябрь видится как момент запуска рынка корпоративных облигаций Украины. В случае если условия для старта будут благоприятны, восстановление рынка пройдет крайне быстрыми темпами. Этому способствует целый ряд факторов. В первую очередь, большой объем отложенного предложения. Те самые технические выпуски и выкупленные эмитентами бумаги могут выйти на рынок без временного лага, как только ставки достигнут приемлемого уровня. Срок выпуска новых бумаг теперь также будет сокращен в связи с отменой обязательного рейтингования. Еще один немаловажный фактор, который пусть и тяжело формализировать, но и не учитывать нельзя: рынок корпоративных облигаций, как и любая система, имеет свою память. Память, которая помогает системе любого характера быстро возвращаться в исходное (привычное) состояние. Большинство людей, которые создавали рынок облигаций Украины, остались в системе и теперь могут быстро повести ее за собой. Пускай с множеством набитых шишек, которые, хочется верить, помогут избежать будущих ошибок. А работа над ошибками, которая направлена и на совершенствование законодательной базы, движется полным ходом.

Как бы то ни было, но к концу 2010 года в Украине должно сформироваться два эшелона корпоративных бумаг. Первый, традиционно, составят банки и квазисуверенные эмитенты. Во втором мы, вероятно, увидим тех заемщиков, которые в полной мере выполняли свои обязательства в 2008–2009 гг., не прибегая к реструктуризации.

В данный момент украинскому рынку есть куда расти. Не только по отношению к себе сегодняшнему, но и по сравнению с золотым временем 2007 года. И есть ощущение, что у участников рынка есть желание расти, существуют примеры для подражания. Слишком уж бросается в глаза разница при сравнении с российским рынком облигаций, который не так далек, как американский и английский, но давно уже существует в другом измерении. Объемы торгов, качество аналитики, инфраструктура рынка — совершенствоваться необходимо во всех направлениях. И для того чтобы снова почивать на бонусных лаврах, в ближайшие пару лет участникам рынка предстоит серьезно поработать. Не выдумывать велосипед, но убедить туземцев, что ездить на нем гораздо удобнее, да и сам процесс перемещения с места на место может принести пользу. Правда, сначала нужно поверить в это самим. В конце концов, чтобы увидеть свет в конце туннеля, надо просто вкрутить там лампочку.

К КОНЦУ 2010 ГОДА В УКРАИНЕ ДОЛЖНО СФОРМИРОВАТЬСЯ ДВА ЭШЕЛОНА КОРПОРАТИВНЫХ БУМАГ. ПЕРВЫЙ СОСТАВЯТ БАНКИ И КВАЗИСУВЕРЕННЫЕ ЭМИТЕНТЫ, ВТОРОЙ — ЗАЕМЩИКИ, КОТОРЫЕ ВЫПОЛНЯЛИ СВОИ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА В 2008–2009 ГГ., НЕ ПРИБЕГАЯ К РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ