Роман Чередниченко,
руководитель направления СНГ и Балтия, Cbonds.Ru

Рынок хлебный

У компаний Узбекистана вновь проснулся аппетит к заимствованиям

ОСНОВНЫЕ ФАКТЫ И ЦИФРЫ РЫНКА КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ УЗБЕКИСТАНА

Рынок начал свое существование в 1999 году, первая эмиссия была осуществлена СП «TS-Technology» на сумму 70 млн сумов (573 тыс. долларов на дату регистрации).

На данный момент облигации выпустили около 80 эмитентов, осуществив 113 эмиссий общим объемом 63.4 млрд сумов (53.4 млн долларов).

Средневзвешенная ставка по состоянию на 1 июня 2007 года составляет 20.87%.

Ставка рефинансирования составляет 14%.

Самая крупная эмиссия на рынке корпоративных бондов Узбекистана была осуществлена ЗАО «Амантайтау Голдфилдс» (золотодобывающий завод). Сумма эмиссии составила 5 млрд сумов, или 4.8 млн долларов (на момент выпуска).

Интенсивное развитие рынок получил в 2002 году, 2006 год был мертвым сезоном (не было зарегистрировано ни одного выпуска корпоративных облигаций).

В сентябре 2006 года было принято Постановление Президента Республики Узбекистан № ПП-475 «О мерах по дальнейшему развитию рынка ценных бумаг на 2006–2007 годы».

После длительного отсутствия новых выпусков в марте 2007 года зарегистрирована первая эмиссия.

Рынок корпоративных облигаций Узбекистана имеет относительно недолгую историю, начавшуюся в июне 1999 года. Однако за прошедшее время этот рынок уже успел пережить несколько циклов развития, которые мы и рассмотрим.

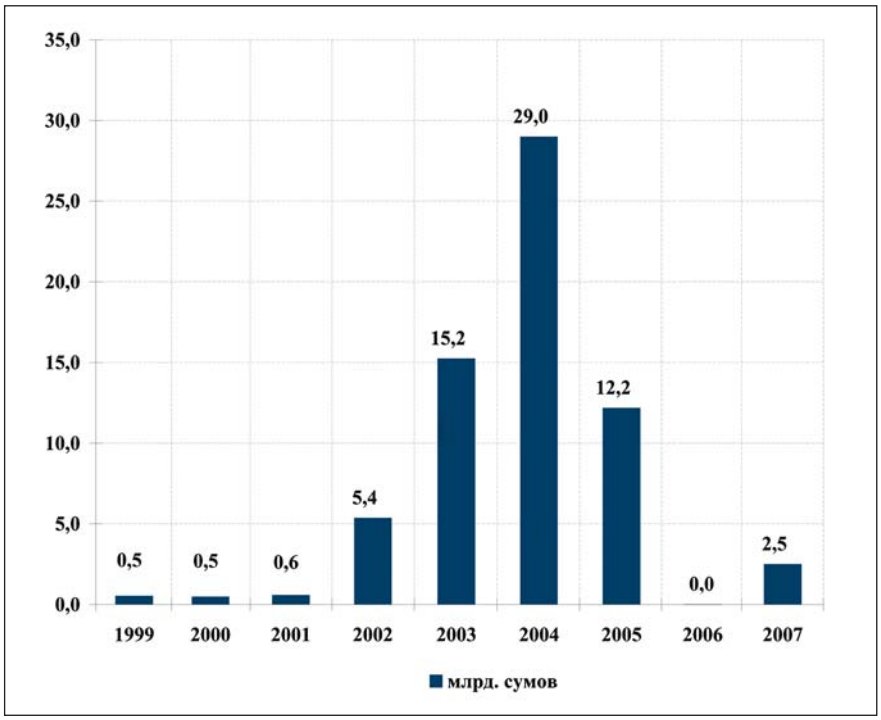
1999–2001 гг. — период, когда лишь несколько компаний использовало облигации в качестве альтернативы банковскому кредитованию. Данный факт объясняется отчасти неосведомленностью узбекских предпринимателей о возможностях данного заимствования, а также отсутствием как четко прописанного механизма использования данного инструмента, так и достаточной инфраструктуры для полноценного функционирования рынка корпоративных облигаций.

2002–2004 гг. — период наибольшей активности участников рынка, а соответственно, и предложения облигаций. В это время увеличивается интерес инвесторов и эмитентов к корпоративным облигациям, который был подкреплен принятым в июне 2002 года Положением «О порядке выпуска, государственной регистрации выпуска и погашения корпоративных облигаций», а также созданием Международного эмиссионного синдиката. За весь данный период сохранялась тенденция роста, характеризовавшаяся значительным абсолютным количественным увеличением как объемов эмиссии, так и их числа. На этом отрезке времени можно отметить пик в объемах зарегистрированных эмиссий. Было зарегистрировано порядка 40 эмиссий на сумму около 28.5 млрд сумов.

Однако после бурного всплеска на рынке наметилась негативная тенденция. Уже в 2005 году были зарегистрированы всего 22 эмиссии общим объемом 12.2 млрд сумов (9.8 млн долларов). Объем размещения оказался наименьшим за последние три года, уступая аналогичному показателю 2004 года

в 2.6 раза, а 2003 года — в 1.5 раза. Заметное отставание темпов развития первичного рынка в сравнении с показателем зарегистрированных в 2004 году эмиссий указывало на снижение интереса участников рынка корпоративных облигаций к данному финансовому инструменту. Учитывая то, что в 2005 году большинство зарегистрированных в 2003 году эмиссий подлежало погашению в связи с истечением срока обращения данных бумаг, произошло сокращение объема предложения облигаций на открытом рынке. В результате 2006 год стал «мертвым сезоном» для рынка корпоративных облигаций. За данный период не было зарегистрировано ни одного выпуска, если не считать одну закрытую эмиссию объемом 10 тыс. долларов.

Рис. 1. Динамика объема размещения корпоративных облигаций на рынке Узбекистана



ВРЕМЯ ОСМЫСЛЕНИЯ

Данную ситуацию можно оценить как естественное продолжение развития узбекского рынка. При анализе периода 2002–2004 годов становится понятно, что на тот момент многие эмитенты не соответствовали тем требованиям, которым должны отвечать компании, выпускающие облигации, в то время как инвесторы в облигации в недостаточной степени анализировали состояние эмитентов и надежность их бумаг. Также можно отметить некоторые недостатки действующего законодательства и неготовность регулятора рынка ценных бумаг в полной мере осуществлять свои надзорные, контролирующие и регулирующие функции.

Поэтому сейчас мы можем наблюдать, как рынок корпоративных облигаций Узбекистана переживает стадию анализа и перехода на другой, более качественный уровень развития. В частности, принято Постановление Президента № ПП-475 «О мерах по дальнейшему развитию рынка ценных бумаг», которое предусматривает, в частности, установление порядка, при котором выпуск корпоративных облигаций осуществляется исключительно открытыми акционерными обществами, имеющими за последние три года положительные показатели рентабельности, платежеспособности, финансовой устойчивости и ликвидности. При этом объем выпуска должен находиться в пределах размера собственного капитала на дату принятия решения об их выпуске, а займ — размещаться при участии коммерческих банков, выполняющих функции платежных агентов по выплате эмитентами причитающихся инвесторам средств. Данное постановление предусматривает также разработку Закона Республики Узбекистан «О рынке ценных бумаг», в котором будут предусмотрены унификация и совершенствование положений действующих законодательных актов по рынку ценных бумаг Узбекистана в соответствии с международными стандартами.

СНОВА ГРЯДЕТ РОСТ

В ближайшей перспективе мы ожидаем умеренного развития рынка, которое будет обусловлено последовательным вхождением на него небольшого количества крупных компаний и тех эмитентов, которые уже зарекомендовали себя на этом рынке. Первым следствием принятых правительством мер стало осуществление в марте текущего года эмиссии субординированных корпоративных облигаций АИКБ «Капитал Банк» объемом 2.5 млрд сумов, сроком обращения 10 лет и с процентной ставкой 14% + 2% годовых.

Рынок корпоративных облигаций остается наиболее привлекательным как для иностранных, так и для местных инвесторов. В течение последних лет очевидна тенденция снижения ставок по корпоративным облигациям, связанная с общим уменьшением стоимости долгового капитала на рынке (снижением ставок по депозитным сертификатам, госбумагам, межбанковским кредитам, ставки рефинансирования). Тем не менее, ставки по ним сопоставимы, а зачастую являются более высокими по сравнению с банковским кредитованием (12–24%). С другой стороны, из всех имеющихся инструментов вложения корпоративные облигации являются наиболее доходным видом инвестирования на узбекском рынке.

На Рис. 2 мы можем проследить динамику изменения средневзвешенных и простых средних ставок по корпоративным облигациям.

В настоящий момент формируются все предпосылки, необходимые для нормального эффективного функционирования рынка корпоративных облигаций. В частности, создана необходимая нормативная база по рынку ценных бумаг Узбекистана: законы Республики Узбекистан «О ценных бумагах и фондовой бирже», «О механизме функционирования рынка ценных бумаг», «Об акционерных обществах и защите прав акционеров», «О защите прав инвес-торов на рынке ценных бумаг» и так далее. Утверждено и зарегистрировано

в Министерстве юстиции Положение № 710 от 27 апреля 1999 года «О составлении и представлении отчетов по ценным бумагам», предусматривающее предоставление эмитентами ценных бумаг информации о финансовой деятельности и об итогах размещения и обращения выпущенных ими ценных бумаг. Порядок раскрытия информации эмитентами ценных бумаг, профессиональными участниками и инвесторами установлен Положением «О раскрытии информации участниками рынка ценных бумаг», зарегистрированным Министерством юстиции Республики Узбекистан 18.04.2002 № 1127. Порядок раскрытия информации коммерческими банками установлен Положением «О раскрытии информации банками — участниками финансовых рынков», зарегистрированным Министерством юстиции Республики Узбекистан 31.07.2002 № 1162. Также утверждено и зарегистрировано в Министерстве юстиции за № 1212 29.01.2003 Положение «Об аффилированных лицах, о порядке ведения их учета и раскрытия информации в акционерных обществах». В данном Положении установлен порядок раскрытия акционерными обществами информации об их аффилированных лицах, положения о порядке выпуска, государственной регистрации выпуска и погашения корпоративных облигаций. Принятая согласно постановлению президента «Стратегия развития рынка ценных бумаг в Узбекистане» направлена на устранение существующих проблем и предусматривает упрощение процедуры допуска к листингу компаниям, которые имеют независимый рейтинг инвестиционного уровня, разработку механизмов первичного размещения ценных бумаг на площадках организаторов торгов с учетом передового международного опыта, усовершенствование системы сбора, обработки и распространения информации об эмитентах, ценные бумаги которых представлены на организованном внебиржевом рынке, осуществление мер по гармонизации законодательства в целях обеспечения интеграции в международный рынок капитала, внедрение механизмов рейтинговой оценки ценных бумаг и их эмитентов.

Рис. 1. Динамика ставок на рыке корпоративных облигаций Узбекистана

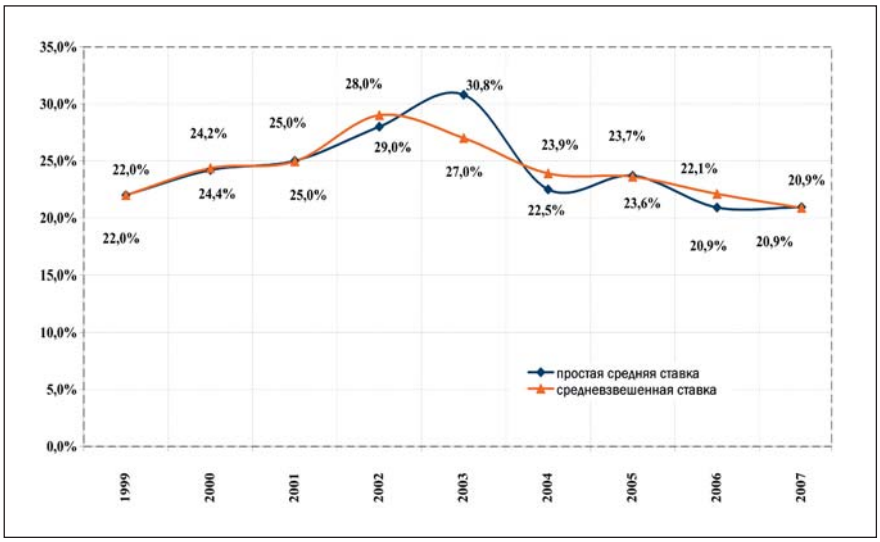
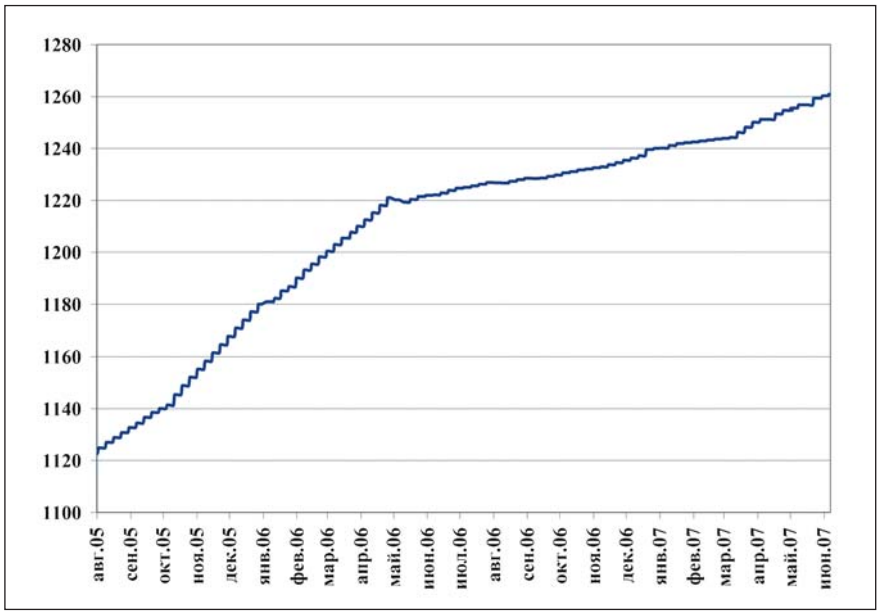


Рис. 2. Динамика курса узбекского сума к USD



ИНОСТРАННЫЕ ИНВЕСТОРЫ ПОКА РАЗМЫШЛЯЮТ

Однако несмотря на наличие достаточной законодательной базы и безусловной привлекательности рынка корпоративных бондов Узбекистана, за весь период его существования не было отмечено ни одного случая покупки облигаций иностранными инвесторами.

Данный факт можно объяснить высоким спросом на облигации со стороны местных инвесторов, отсутствием предложения на вторичном рынке в связи с желанием инвесторов держать бумаги в портфеле до погашения, а также с различного рода рисками, в первую очередь — валютными.