Александр Печерицын,
начальник управления по работе с долговыми инструментами, Альфа-Банк Украина

МЕЛЕЮЩИЙ рынок

НА СЕГОДНЯ МУНИЦИПАЛЬНЫЙ СЕГМЕНТ В УКРАИНЕ ПРЕДСТАВЛЯЕТ СОБОЙ ЛИШЬ НЕБОЛЬШУЮ ПОРЦИЮ УКРАИНСКОГО ОБЛИГАЦИОННОГО «ПИРОГА». ТАК, ПО РЕЗУЛЬТАТАМ 2007 ГОДА УКРАИНСКИЕ МУНИЦИПАЛИТЕТЫ ОСУЩЕСТВИЛИ 8 ВЫПУСКОВ НА 156 МЛН ГРН., ЧТО СОСТАВЛЯЕТ 0.7% ОТ ОБЩЕГО ОБЪЕМА РЫНОЧНЫХ ВЫПУСКОВ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ.

По сравнению с 2006 годом в абсолютных величинах муниципальный сегмент демонстрирует явный прогресс: количество выпусков повысилось с 6 до 8, объем вырос в 1.9 раза. В то же время, в относительных величинах доля муниципального сегмента снизилась с 1.4% в 2006 году до 0.7% в 2007 году. Не лучше обстоит ситуация и с выходом муниципалитетов на внешние рынки заимствований. Количество потенциальных эмитентов еврооблигаций среди украинских муниципалитетов ограничено законодательно (право выходить на внешний рынок заимствований имеют лишь города с населением более 1 млн чел.), что сужает список потенциальных эмитентов до 5 городов (Киев, Харьков, Донецк, Днепропетровск, Одесса). Пока на рынок еврооблигаций смог выйти лишь Киев. Выход остальных городов сдерживают частые изменения в политической ситуации, валютные риски, связанные с основными доходами исключительно в гривне, а также ухудшившаяся конъюнктура на внешнем рынке. Резкий рост стоимости внешних заимствований в 2007–2008 гг. не позволил Киеву рефинансировать свои текущие обязательства за счет новых внешних заимствований. В результате, в текущем году Киев планирует осуществить выпуск облигаций в гривне.

Текущая динамика развития рынка муниципальных облигаций (как внутренних, так и еврооблигаций) указывает на явное отставание муниципального сегмента от других сегментов украинского облигационного рынка (например, банковского и корпоративного). Главной причиной неудовлетворительного развития сегмента муниципальных облигаций является его жесткая зарегулированность. Данный фактор ограничивает объемы выпуска, затягивает время выпуска, а также снижает ликвидность займов на вторичном рынке. В отличие от эмитента корпоративных или банковских облигаций, где процесс эмиссии занимает до трех месяцев, для подготовки к выпуску муниципалитету требуется около 6–12 месяцев. И если выпуск корпоративных облигаций проходит в 2–3 этапа, то выпуск муниципальных облигаций проходит в 5–6 этапов. Так, для выпуска облигаций муниципалитету требуется провести сессию городского совета, на котором необходимо принять решение о выпуске и предусмотреть обслуживание и погашение выпуска в бюджете, получить разрешение о выпуске в Минфине, получить рейтинг в рейтинговом агентстве, провести тендер по выбору организатора, а также зарегистрировать выпуск в госкомиссии по ценным бумагам. В силу излишней политизированности и коррумпированности украинской государственной системы некоторые из этих этапов муниципалитет может проходить бесконечно долго. Например, ряд украинских городов уже более года не может получить разрешение в Минфине, что связано с борьбой за сферы влияния в городах между различными политическими силами. Вторым препятствием развития рынка муниципальных облигаций (как и для корпоративного сегмента) является обязательное рейтингование выпуска в единственном уполномоченном рейтинговом агентстве. Данная процедура является зачастую непомерной ношей для бюджетов небольших городов, планирующих выпустить облигации на сумму 10 млн грн. и меньше. Поэтому одной из потенциальных перспектив роста привлекательности выпуска для малых городов может стать решение Госкомиссии выпускать закрытые муниципальные займы. В результате, муниципалитеты не будут нести затраты на обязательное рейтингование, а для покупки небольших облигационных выпусков будет достаточно ста участников, предусмотренных закрытым выпуском.

Несмотря на наличие негативных моментов в жесткой зарегулированности процесса выпуска муниципальных облигаций, данная мера, с другой стороны, является острой необходимостью и призвана минимизировать риски вложения в данные бумаги. Ведь первый дефолт на украинском облигационном рынке был связан именно с муниципальными облигациями. Так, еще в конце 90-х годов в муниципальном сегменте был создан опасный прецедент, который надолго снизил привлекательность муниципальных облигаций среди инвесторов. Данный прецедент показал, что при переходе власти из одних рук в другие город может отказаться от выполнения своих обязательств по долгу. Минимизация и устранение такого риска заняли у украинских городов и государственных регуляторов более 10 лет. Поэтому грамотное регулирование процесса выпуска муниципальных облигаций позволит повысить ответственность городов перед инвесторами и снизить вероятность дефолта по обязательствам городов. В то же время, коррупция во власти и постоянное политическое противостояние приводят к искривлениям процесса контроля за выпусками муниципальных облигаций, а значит, наличию препятствий, сдерживающих в настоящий момент развитие рынка.

Основное отличие украинских муниципальных облигаций от «классических» муниципальных облигаций заключается в стандартной базе налогообложения инвесторов, вкладывающих в украинские муниципальные бумаги. В то же время, доходы по муниципальным облигациям, например, в США, не облагаются налогами. Данная особенность, помимо «квазигосударственного» кредитного риска, позволяет дополнительно снизить ставку по облигациям за счет экономии на налогообложении. Поэтому внедрение законодательной нормы, предусматривающей нулевую ставку налогообложения по доходам от муниципальных облигаций, позволит дать очередной толчок для развития рынка, повысить его привлекательность для инвесторов и снизить ставку купона.

Поскольку украинский облигационный рынок находится в стадии становления и на нем присутствуют в основном украинские инвесторы, данный рынок не отличается большим разнообразием инструментов. Из четырех наиболее распространенных на мировом рынке типов муниципальных облигаций в Украине выпускаются лишь облигации под общее обязательство (general obligation bonds). Источниками погашения и выплаты процентов по таким выпускам являются общие доходы бюджетов (налоговые поступления, поступления от продажи коммунального имущества, земельных участков и т.д.). Муниципалитеты выпускают облигации под общее обязательство в основном для финансирования проектов без какой-либо коммерческой отдачи либо со сроком окупаемости лишь через длительный период времени. Поэтому привлечь инвесторов для реализации таких проектов муниципалитетам практически невозможно. Остается финансировать их за счет собственных бюджетных поступлений либо за счет выпуска облигаций. У украинских городов традиционно небогатый перечень проектов, на реализацию которых используются привлеченные облигационные ресурсы. Это финансирование всевозможных инфраструктурных проектов (ремонт дорог, уличное освещение и т.д.) либо строительство социальных объектов (объекты здравоохранения, образования и др.). В Украине данные объекты практически не генерируют никакого дохода и являются бесплатными объектами общего пользования. А все платежи держателям облигаций обеспечиваются за счет текущих налоговых поступлений в местные бюджеты либо за счет реализации объектов коммунальной собственности. В то же время, потенциально привлекательными для инвесторов могут стать так называемые «доходные» облигации (revenue bonds), которые финансируются под отдельный муниципальный проект, имеющий четкие денежные поступления и окупаемый в среднесрочной перспективе.

Уровень доходности муниципальных облигаций — один из наименьших на украинском рынке (после государственных облигаций). Дисконт по доходности муниципальных облигаций к корпоративным либо банковским учитывает более низкие кредитные риски и фактическое приравнивание муниципальных облигаций к «квазигосударственным». Средний дисконт по доходности муниципальных облигаций к корпоративным облигациям находится на уровне 200–300 б.п. Дефицит облигационных займов в 2007 году на фоне растущего спроса со стороны инвесторов позволил ряду городов отойти от средней ставки купона по муниципальным облигациям на уровне 12% годовых и в условиях аукциона снизить ставку до 9.45% (Львов, серия А), 9.95% (Львов, серия В) и 10.4% (Луганск, серии А и В) годовых. В то же время, резкое ухудшение конъюнктуры внешнего рынка и снижение спроса на гривневые облигации заставило украинских эмитентов пересмотреть ставки купона по своим планируемым выпускам в сторону повышения. Поэтому ориентиром доходности для муниципальных гривневых займов на 2008 год станет планируемый выпуск облигаций Киева. Верхняя граница доходности по данному займу планируется на уровне 16.5% годовых. Учитывая, что традиционно рыночная ставка размещения облигаций может быть меньше верхней планируемой границы на 200 б.п., минимальная в текущих условиях ставка размещения гривневых облигаций Киева составит около 14.5% годовых. Поэтому диапазон ставок для украинских муниципалитетов в 2008 году будет находиться в пределах 14–16% годовых,

На динамику украинского рынка в текущем году будет оказывать ситуация на мировом долговом рынке, которая определит спрос на украинские бумаги со стороны инвесторов. Поэтому сохранение негативной конъюнктуры внешнего рынка приведет к коррекции доходности на украинском рынке в сторону повышения и преобладания украинских инвесторов. Зарегулированность украинского муниципального сегмента и ограниченность инструментов останутся основными факторами, сдерживающими интенсивность выпусков и объем заимствований. В то же время, необходимость улучшения инфраструктуры и строительства спортивных объектов в преддверии Евро-2012 выступит основным фактором роста активности муниципалитетов на облигационном рынке. Причем ожидается рост активности по выпуску муниципальных облигаций как городов, принимающих будущий чемпионат и «запасных» городов, так и городов, находящихся на пути основных транспортных потоков в рамках будущего чемпионата. При этом основным критерием успешности новых выпусков в 2008 году останется ставка доходности. Поэтому для привлечения займов с объемами более 100 млн грн. на срок от 3 лет и более, украинским муниципалитетам — потенциальным эмитентам необходимо будет повышать ставку.