Станислав Дубко,
генеральный директор рейтингового агентства «Кредит-Рейтинг»

ОСОЗНАННАЯ необходимость

ЗА ПОСЛЕДНИЕ ГОДЫ КРЕДИТНЫЕ РЕЙТИНГИ СТАЛИ ВАЖНЫМ ЭЛЕМЕНТОМ ИНФРАСТРУКТУРЫ ФОНДОВОГО РЫНКА УКРАИНЫ. УЖЕ ОКОЛО 70% ВЫПУЩЕННЫХ В 2007 ГОДУ ОБЛИГАЦИЙ ИМЕЛИ КРЕДИТНЫЙ РЕЙТИНГ, ЧТО, СООТВЕТСТВЕННО, ДАЛО ИНВЕСТОРАМ ВОЗМОЖНОСТЬ АДЕКВАТНО ОЦЕНИТЬ СТЕПЕНЬ НАДЕЖНОСТИ ВЛОЖЕНИЙ В ДАННЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ.

ВАЖНЕЙШИЙ СЕГМЕНТ

Фондовый рынок Украины продолжает развиваться высокими темпами. В 2006 году общий объем выпусков ценных бумаг, зарегистрированных Государственной комиссией Украины по ценным бумагам и фондовому рынку (ГКЦБФР), составил более 84 млрд грн. (прирост около 27% по сравнению с 2005 годом). Ожидается, что по итогам 2007 года прирост выпусков ценных бумаг также составит около 30%. При этом происходит структурное преобразование фондового рынка. В общей структуре эмиссий ценных бумаг, зарегистрированных ГКЦБФР в 2006 году, около 52% приходилось на выпуски акций компаний (на сумму 43.5 млрд грн.), 26% — на выпуски облигаций (более 22 млрд грн.), остальное — на другие виды ценных бумаг. Оперативные данные за 2007 год показывают, что общий объем выпусков акций уменьшился, а общий объем выпусков облигаций превысил 44 млрд грн. Таким образом, облигации, очевидно, займут первое место в структуре выпусков ценных бумаг по итогам 2007 года.

Статистика беспристрастно фиксирует повышение значения облигаций как одного из главных финансовых инструментов по привлечению инвестиционных ресурсов развивающимися украинскими предприятиями, финансовыми учреждениями и муниципалитетами. Если в 2004 году было зарегистрировано облигаций на общую сумму 4.1 млрд грн., то в 2007 году — на сумму 44.4 млрд грн. Объем зарегистрированных ГКЦБФР облигаций за 2007 год увеличился в два раза по сравнению с 2006 годом. При этом общий объем облигаций в обращении за последние четыре года вырос приблизительно в 6 раз.

Столь бурное развитие облигационного рынка сопровождалось развитием системы независимой рейтинговой оценки кредитоспособности эмитентов облигаций. Работа рейтингового агентства «Кредит-Рейтинг» по присвоению рейтингов по национальной рейтинговой шкале эмиссиям облигаций в 2004–2007 годах позволила инвесторам активнее использовать кредитные рейтинги в процессе принятия инвестиционных решений. Только в 2007 году агентство присвоило 232 рейтинга выпускам облигаций на сумму 29.5 млрд грн. Это означает, что около 70% выпущенных в 2007 году облигаций имели кредитный рейтинг, а инвесторы, соответственно, возможность оценить степень надежности вложений в данные ценные бумаги. Качественное функционирование системы рейтинговой оценки, а также повышение культуры использования кредитных рейтингов инвесторами, эмитентами и регуляторами является одним из условий дальнейшего развития фондового рынка Украины.

ИНДИКАТОР СОСТОЯНИЯ РЫНКА

За последние три-четыре года украинский облигационный рынок сделал уверенный шаг не только в количественном выражении, но и в качественном развитии. Наиболее важным качественным фактором является постепенное улучшение кредитоспособности эмитентов облигаций, получающих кредитные рейтинги.

В качестве примера можно привести ситуацию с целевыми облигациями, поскольку их доля в общей структуре выпусков в последние 3 года значительна (более 60%). Несмотря на то что в целом надежность вложений в целевые облигации находится все это время на низком уровне, кредитное качество целевых облигаций постепенно повышается. Доля целевых облигаций с кредитным рейтингом инвестиционного уровня (uaBBB и выше) в последние годы остается стабильно низкой — порядка 10–11%. Соответственно, почти 90% выпущенных в 2007 году целевых облигаций имеют спекулятивный уровень, что предусматривает повышенную вероятность дефолта по этим выпускам. Тем не менее, внутри спекулятивной категории происходит увеличение доли рейтингов высшего для этой категории уровня (uaBB). В 2007 году на них пришлось 24% выпусков, что на 2 п.п. больше показателя 2006 года. Также важно отметить, что если в 2006 году среди рейтингов спекулятивной категории преобладали рейтинги uaCC и uaCCC (наиболее низкие из возможных), то в 2007 году это уже были рейтинги более высокого уровня — uaB. Позитивным переменам способствовало не только улучшение финансово-экономических показателей деятельности эмитентов, но и повышение открытости предприятий, а также появление у них опыта обслуживания облигационных выпусков.

Благодаря глубокому проникновению кредитных рейтингов в деловую практику за последние 3–4 года улучшилось понимание роли рейтинговых агентств на украинском финансовом рынке и особенностей использования кредитных рейтингов как эмитентами, так и покупателями облигаций. Как это часто бывает, этому пониманию также способствовал резонансный дефолт в 2006 году по облигациям «Агропродукта», который был одним из пионеров облигационного рынка Украины. «Агропродукт» имел хорошо узнаваемый бренд, кроме того, выпуск облигаций сопровождал не менее известный андеррайтер — «Альфа-Банк Украина». Как оказалось, известность эмитента и его андеррайтера, а также принадлежность эмитента к быстрорастущей и перспективной отрасли не смогли стать гарантией возврата средств, вложенных инвесторами в компанию.

К сожалению, украинские инвесторы, среди которых оказались ведущие банки и инвестиционные компании страны, вложившие 35 млн грн. в облигации «Агропродукта», не опирались при принятии решения на кредитный рейтинг эмитента, относившийся к спекулятивной категории uaB, которая по национальной рейтинговой шкале имеет следующее определение: «Заемщик или отдельный долговой инструмент с рейтингом uaB характеризуется низкой кредитоспособностью по сравнению с другими украинскими заемщиками или долговыми инструментами. Очень высокая зависимость уровня кредитоспособности от влияния неблагоприятных коммерческих, финансовых и экономических условий».

Весомость потерь инвесторов усилила внимание к вопросам оценки кредитоспособности эмитентов облигаций на украинском фондовом рынке. При всей болезненности дефолтов для инвесторов понимание их неизбежности в условиях рыночной экономики является «прививкой» от потери бдительности на быстрорастущих рынках. По мере роста и усложнения облигационного рынка растет роль рейтинговых агентств, которые в состоянии не только качественно осуществить сложный анализ долгосрочной кредитоспособности эмитентов облигаций, но и обеспечить объективность своих оценок, не имея кредиторских отношений с эмитентами.

ФОРМИРОВАНИЕ КУЛЬТУРЫ

Деятельность национального рейтингового агентства сформировала определенную систему координат для оценки кредитоспособности, поскольку кредитными рейтингами охвачено большинство отраслей и рынков. Сегодня в Украине не только небольшие инвестиционные компании, но и крупные инвестиционные банки учитывают уровень кредитного рейтинга облигаций при принятии решения об их приобретении. Многие категории инвесторов строят свою инвестиционную политику на изучении уровня кредитного рейтинга эмитента, а также другой информации, содержащейся в рейтинговом отчете.

Немаловажно, что сразу после присвоения рейтинга агентство начинает отслеживать дальнейшую деятельность предприятия и ход реализации прогнозных планов его развития, чтобы оперативно проинформировать инвесторов о любых существенных изменениях в деятельности эмитента облигаций, понизив или повысив его кредитный рейтинг. Это позволяет инвесторам не тратить свои собственные ресурсы на анализ текущей деятельности эмитента облигаций, находящихся в их портфеле, полагаясь на мониторинг, осуществляемый рейтинговым агентством. Поддержание кредитного рейтинга в течение всего срока обращения выпуска облигаций позволяет сохранить высокий спрос на облигации, имеющие рейтинги инвестиционного уровня, на вторичном рынке.

Результат использования кредитных рейтингов за последние три-четыре года смогли почувствовать многие эмитенты облигаций. Предприятия, демонстрирующие высокие кредитные рейтинги, получают возможность привлекать средства на более длительный срок и по более низкой ставке. Уже есть примеры, когда получение кредитного рейтинга инвестиционного уровня снижало на 2–3% стоимость привлеченных ресурсов для украинских эмитентов, ранее не имевших кредитных рейтингов.

Немаловажно, что многие украинские компании понимают важность создания своей рейтинговой истории, чтобы быть в состоянии вести эффективные переговоры о предоставлении финансирования не только со своим обслуживающим банком, но и с другими категориями инвесторов. Высокий кредитный рейтинг и продолжительная рейтинговая история становятся для предприятий конкурентным преимуществом в борьбе за ресурсы облигационного рынка. ©