

РИНОК КОРПОРАТИВНИХ ОБЛІГАЦІЙ: ЗАГАЛЬНІ ТЕНДЕНЦІЇ

Національне рейтингове агентство «Рюрік» (надалі – Агентство) зробило ряд досліджень українського ринку корпоративних облігацій.

Аналітичною базою слугували дані Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР, Комісія) та Національного банку України щодо розвитку вітчизняного фондового ринку, а також публічні дані уповноважених рейтингових агентств.

Поточні макроекономічні умови й очікування

Вищенаведені ризики зумовлюють переважання спекулятивної природи операцій із цінними паперами, в тому числі з облігаціями, емітованими урядом та підприємствами України, що суттєво скорочує обсяг надходжень інвестицій до вітчизняного ринку облігацій.

Проте, незважаючи на несприятливу ринкову кон'юнктуру й ініційоване НКЦПФР очищення ринку від «сміттєвих» цінних паперів, у цілому за підсумками 2012 р. відбулось загальне збільшення обсягів операцій із цінними паперами, причому дана тенденція знайшла продовження і на початку поточного року. Отже, як і раніше, підтримку збереженню загальної ліквідності ринку надавала лише відносно висока активність на ринку державних облігацій.

В умовах очікування на подальше скорочення основних макроекономічних показників, пов'язаних зі зниженням темпів розвитку реального сектора економіки, фондовий ринок першим реагує на нові імпульси, зміщуючи акценти з пайових інструментів на інструменти з фіксованою доходністю, що безпосередньо впливає на структуру торгів із цінними паперами. Так, за підсумками 2012 р. частка торгів з акціями у порівнянні з 2011 р. скоротилась майже в чотири рази до

на їх подальше ускладнення зумовлюють збереження доволі високих кредитних ризиків для інвесторів у суверенні боргові зобов'язання, корпоративні цінні папери та банківські продукти. Крім того, досить жорстка грошово-кредитна політика в Україні обмежує можливості позичальників користуватись довгостроковим фінансуванням під адекватні відсоткові ставки, що могли б покриватися збільшенням прибутковості діяльності.

облігаціями, 12,44% – із корпоративними облігаціями, 3,86% – з акціями (рис. 1).

Рівень ділової активності на фондовому ринку України характеризується високою чутливістю до політичної ситуації. Зростання у 2012 р. обсягу біржових контрактів у порівнянні з результатами 2011 р. відбулось за рахунок значного поживлення у грудні після проведення парламентських виборів. Протягом тривалого періоду інвестори займали вичікувальну позицію, а в грудні було зафіксовано рекордний обсяг угод, здійснених на організаторах торгівлі. Після цього ситуація на ринку дещо стабілізувалася.

Одночасно з загальним збільшенням обсягу біржових торгів, обсяги зареєстрованих випусків облігацій підприємств зменшилися, що пов'язано зі зниженням платоспроможного попиту на нові облігаційні інструменти, зростанням вартості обслуговування випусків облігацій, а також підвищенням вимог до емітентів. При цьому емісійна діяльність на ринку облігацій за підсумками перших двох місяців 2013 р. продовжує зберігати основні характерні риси попередніх років – обсяги випуску облігацій як для економіки ринкового типу все ще залишаються незначними.



Рис. 1. Структура обсягів біржових контрактів (договорів) на організаторах торгівлі за видами цінних паперів (за даними НКЦПФР)

8,87%, а частка операцій з облігаціями зросла з 51,36% до 80,18%, в першу чергу, за рахунок майже подвійного збільшення обсягу операцій із державними облігаціями. При цьому частка операцій із корпоративними облігаціями зросла лише на 0,85 п.п. до 9,98%.

У 2013 р. тенденція до скорочення обсягів операцій із пайовими інструментами та збільшення обсягу операцій з облігаціями збереглась: у січні-лютому на організованому ринку 75,36% обсягу угод було здійснено з державними

Зміни в регуляторних вимогах до учасників фондового ринку, які впроваджує НКЦПФР, за підсумками 2012 р. принесли певні результати щодо підвищення захищеності інвесторів та «очищення» ринку від фіктивних учасників, що переважно здійснювали діяльність з оптимізації податкового навантаження пов'язаних компаній із реального сектора. При цьому, незважаючи на активну регуляторну діяльність Комісії, актуальними залишаються такі проблеми, як нерозкриття емітентами цінних паперів інформації на фондовому ринку,

а також неотримання відкритими випусками облігацій підприємств рейтингової оцінки, що є обов'язковим згідно із законодавством.

При відкритому розміщенні облігацій підприємств емітент повинен не менш як за 10 днів до початку розміщення облігацій опублікувати проспект у загальнодоступній базі даних Комісії у повному обсязі. При виникненні особливої інформації, яка визначається законодавством, емітенти цінних паперів, в тому числі емітенти облігацій підприємств, зобов'язані розкривати особливу інформацію у формі повідомлення про виникнення особливої інформації про емітента на сайті загальнодоступної бази даних Комісії.

Результати моніторингу електронних інформаційних ресурсів Комісії дозволяють дійти висновку, що на вітчизняному ринку корпоративних облігацій мають місце системні порушення у сфері розкриття інформації емітентами. Так, за даними НКЦПФР, у минулому році Комісією було зареєстровано 207 випусків (серій) облігацій підприємств. При цьому зазначимо, що згідно з даними проспектів емісії та рішень про розміщення цінних паперів, один випуск може складатись із декількох серій, тому такий спосіб підрахунку, на нашу думку, є не зовсім коректним. Проте навіть якщо кожен серію облігацій вважати окремим випуском, то в складі інформації з проспектів емісії та особливої інформації (прийняття рішення про розміщення цінних паперів на суму, яка перевищує 25% статутного капіталу) емітентів цінних паперів, а також особливої інформації емітентів цінних паперів, які перебувають в лістингу організатора торгівлі, опублікованої в ЕСКРІН, за 2012 р. наявними є дані про 161 випуск облігацій підприємств. За рештою 46 випусками (серіями) інформація відсутня. Це можуть бути закриті випуски, які не перевищують 25% статутного капіталу емітента, або випуски, за якими емітенти не розкрили встановлену законодавством інформацію.

Якщо ж вважати, що один випуск відповідає одному проспекту емісії або рішенню про розміщення цінних паперів на суму, яка перевищує 25% статутного капіталу емітента, то за 2012 р. у вищевказаних ресурсах наявно є інформація лише про 67 випусків корпоративних облігацій, із них 65 є публічними (відкритими), 2 – приватними (закритими). Перевищують за обсягом 25% статутного капіталу емітента 58 випусків із 67. Із 65 відкритих випусків проспект емісії у загальнодоступній базі даних Комісії опубліковано лише за 40 випусками. Із 58 емісій, які за обсягом перевищують 25% статутного капіталу емітента, повідомлення у стрічці новин загальнодоступної бази даних Комісії або в ЕСКРІН опубліковано за 36 випусками.

Зважаючи на вищевказані цифри, можна стверджувати про високий ступінь непрозорості та закритості вітчизняного ринку корпоративних облігацій. Обмежений доступ інвесторів до інформації про емітентів цінних паперів створює умови для фінансових махінацій з боку емітентів та знижує рівень довіри з боку інвесторів.

Крім того, велика кількість емітентів не тільки не використовує кредитний рейтинг як інструмент підтвердження кредитоспроможності боргового інструмента з метою підвищення інвестиційної привабливості власних цінних паперів, а й свідомо йде на порушення законодавства. Так, відповідно до статті 4-1 Закону «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», усі види боргових та іпотечних емісійних цінних паперів, які не розподіляються між засновниками або серед заздалегідь визначеного кола осіб і можуть розповсюджуватися шляхом публічного розміщення, купуватися та продаватися на фондовій біржі, крім державних цінних паперів та цінних паперів, емітованих Державною іпотечною установою, потребують обов'язкового визначення рейтингової оцінки. При цьому із 65 зареєстрованих у 2012 р. відкритих випусків облігацій підприємств, за якими наявна інформація у загальнодоступній базі даних Комісії та в ЕСКРІН, кредитний рейтинг боргового інструмента за станом на 04.04.2013 р. підтримувався

уповноваженими рейтинговими агентствами лише за 42 випусками корпоративних облігацій (рис. 2).

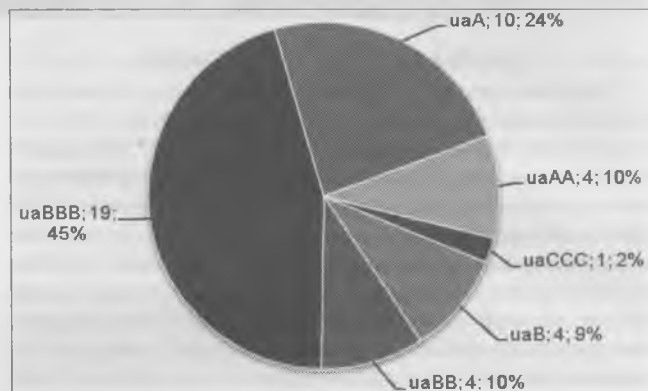


Рис. 2. Розподіл кредитних рейтингів корпоративних облігацій, випущених у 2012 році, за даними офіційних веб-сайтів уповноважених рейтингових агентств

У зв'язку з наближенням строків подання річної інформації емітентами цінних паперів, до складу якої, згідно із законодавством, входять дані про рівень визначених рейтингових оцінок відповідних випусків цінних паперів, можливе деяке поліпшення ситуації з отриманням облігаційними випусками кредитних рейтингів. Проте, на нашу думку, відкриті емісії корпоративних облігацій, які не отримали рейтингову оцінку, у своїй більшості не є орієнтованими на інвесторів та були випущені для реалізації певних фінансових схем. Крім того, дані випуски цінних паперів часто мають ознаки фіктивності (відсутність емітента за місцезнаходженням, нерозкриття емітентом регулярної інформації, відсутність чистих доходів емітента, чисельність працівників емітента складає менше двох осіб та ін.), а залучені шляхом емісії кошти використовуються не за встановленими проспектом емісії напрямками. Таким чином, у разі присвоєння вищевказаним випусками кредитних рейтингів, частка рейтингів облігацій підприємств, що підтримуються на рівнях інвестиційної категорії (79%), була б значно меншою.

Також слід зазначити, що серед кредитних рейтингів, які вказують на дуже високу та високу кредитоспроможність боргового інструмента в порівнянні з іншими українськими борговими інструментами, половину складають рейтинги облігаційних випусків державних підприємств. Це свідчить про вищу в порівнянні з корпоративним сектором інвестиційну привабливість облігацій, випущених підприємствами державного сектора.

Збереження поточної ситуації зумовлює подальше скорочення обсягу первинного ринку корпоративних облігацій, користуватись достатнім попитом на внутрішньому ринку України будуть лише інвесторорієнтовані випуски (висока відсоткова ставка, періодична оферта, короткий строк обігу). Враховуючи стриманий початок 2013 р., у першому його півріччі обсяг викупу облігаційних зобов'язань, за нашими оцінками, перевищатиме над обсягом реалізованих нових запозичень, особливо серед банківських установ.

Зазначимо, що отримання кредитного рейтингу є не лише дотриманням вимог чинного законодавства України, а й стратегічно вірним рішенням, що надає емітенту ряд переваг. В умовах підвищення економічної культури учасників ринку, компанії, які мають позитивну рейтингову історію, отримують більшу довіру з боку інвесторів, оскільки кредитний рейтинг дозволяє заявити про ефективну фінансову діяльність та покращити діловий імідж. Тому, незважаючи на існуючі проблеми, сподіваємося, що разом з поданням річного звіту частина емітентів корпоративних облігацій розкриє інформацію про наявні випуски, і їм буде присвоєно рейтингові оцінки.

**Леонід ДОЛІНСЬКИЙ,
Микола ТКАЧЕНКО**