УДК [336.763.3:336.27](477)

Голомб В.В.,
Классический приватный университет;
старший преподаватель кафедры экономики предприятия,
аспирант кафедры экономической теории, национальной и прикладной экономики
(Украина, г. Запорожье)

Ильяшенко В.А.,
Классический приватный университет;
профессор кафедры государственного управления и земельного кадастра,
доктор наук по государственному управлению, профессор (Украина, г. Запорожье)

УКРАИНСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ КАК ИНСТРУМЕНТ ПРИВЛЕЧЕНИЯ ВНЕШНИХ ЗАИМСТВОВАНИЙ

Статья посвящена исследованию украинских еврооблигаций как инструмента привлечения внешних заимствований. В статье определены современные тенденции развития рынка суверенных, муниципальных, корпоративных и банковских еврооблигаций Украины.

Ключевые слова: валовой внешний долг, долговые финансовые инструменты, еврооблигации, эмитенты, уровень доходности, кредитный рейтинг, ставка купона.

Современная мировая экономика не может развиваться без движения заемных средств между национальными хозяйствами. Большинство стран вынуждены обращаться к внешним заимствованиям, ощущая нехватку собственных ресурсов для осуществления внутреннего инвестирования, покрытия дефицита государственного бюджета, проведения социально-экономических преобразований, погашения уже накопившихся долговых обязательств. Украина не является исключением, ее валовой внешний долг по состоянию на 01.07.2012 г. составляет 128 955 млн. долл. США. Изучение механизмов привлечения заемных ресурсов в страну является крайне актуальным.

Эффективным и современным финансовым инструментом для привлечения внешних ресурсов являются еврооблигации, первый выпуск которых в Украине осуществила в 2002 г. компания ЗАО «Киевстар GSM» на сумму 100 млн. долл. США.

Еврооблигация — это долговая ценная бумага, номинал которой выражен в иной

валюте, чем денежная единица страны, где она была выпущена [1]. Обычно еврооблигации используются в качестве способа займа на долгосрочный период корпорациями, правительствами, международными холдингами. Еврооблигации размещаются в инвестиционных банках, где их покупают инвестиционные компании, страховые и другие фонды.

Еврооблигации как механизм привлечения внешних ресурсов обладают рядом преимуществ:

— масштаб рынка еврооблигаций: возможность выпуска долговых бумаг для эмитента является практически неограниченной;

— длительные сроки заимствования: 3 — 10 лет;

— низкая стоимость заимствования: ставка процентов по еврооблигациям определяется кредитным рейтингом эмитента;

— отсутствие обеспечения;

— формирование публичной кредитной истории эмитента.

Так, исследуя структуру валового внешнего долга Украины, следует отметить, что доля долговых ценных бумаг в ней составляет 13,5% и уступает только кредитам (рис. 1) [5].



Рис. 1 — Структура валового внешнего долга Украины в разрезе финансовых инструментов по состоянию на июль 2012 г.

За последние пять лет этот показатель уменьшился на 8,5 пп. (рис. 2) [5].

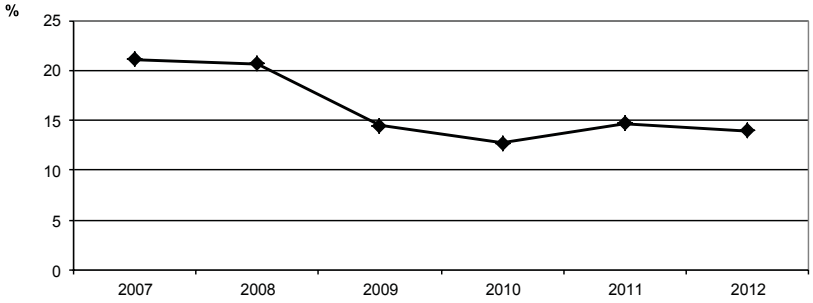


Рис. 2 — Динамика облигаций и других ценных бумаг в структуре валового внешнего долга Украины за 2007 — 2012 гг.

На первом месте по использованию исследуемого финансового инструмента находится сектор государственного управления, доля еврооблигаций которого в общей сумме задолженности составляет 39% (рис. 3) [5].

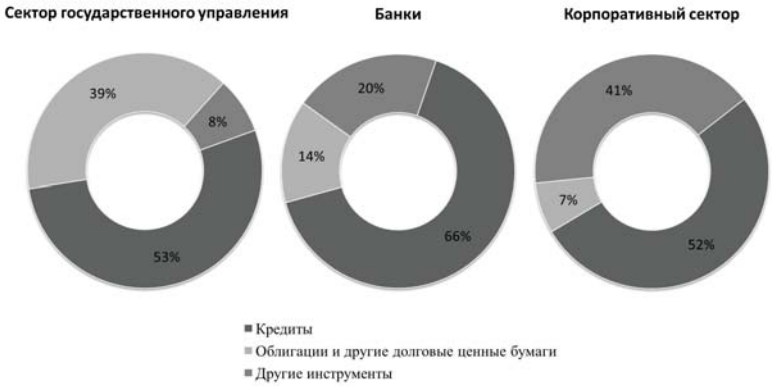


Рис. 3 — Анализ инструментов привлечения внешних заимствований в разрезе секторов экономики по состоянию на июль 2012 г.

На втором месте — банковский сектор (14%). В структуре задолженности корпоративного сектора доля еврооблигаций составляет 7%.

В финансовой теории выделяют такие виды еврооблигаций:

— суверенные (государственные) — еврооблигации, эмитированные органами государственной власти с целью покрытия бюджетного дефицита,

— муниципальные — еврооблигации, выпущенные городскими или местными властями в виде займа под муниципальную собственность с целью финансирования различных проектов,

— корпоративные — еврооблигации, выпускаемые корпорациями для финансирования своей деятельности,

— банковские — еврооблигации, эмитированные инвестиционными банками.

Характеризуя рынок украинских еврооблигаций, следует отметить, что по состоянию на 28 ноября 2012 г. общий объем эмитированных ценных бумаг составил около 20 млрд. долл. США. Его структура представлена на рисунке 4.

Как видно из рисунка, львиную долю занимает сектор суверенных еврооблигаций (61%). Но их эффективное размещение в значительной степени зависит от ситуации на международных рынках капитала. Так, в 2010 г. в связи с возникшими проблемами в еврозоне Министерству финансов Украины пришлось отложить выпуск еврооблигаций. Вместо этого в том же году был привлечен кредит в размере 2 млрд. долл. США от ОАО «ВТБ Банк России» сроком на 6 месяцев с последующим продлением еще на 18 месяцев. В 2012 г. Украина выплатила половину этого кредита, а оставшуюся часть планирует погасить с помощью облигаций.

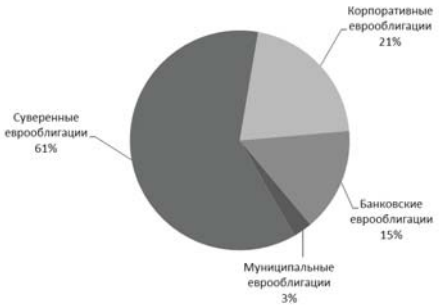


Рис. 4 — Структура рынка украинских еврооблигаций на ноябрь 2012 г.

В очередной раз о размещении облигаций внешнего государственного займа и об утверждении лид-менеджеров выпуска Министерство финансов Украины сообщило в феврале 2012 года. В группу вошли как западные, так и российские финансовые учреждения: JP Morgan, Morgan Stanley, ЗАО «ВТБ Капитал» и ОАО «Сбербанк России». Но в связи с тем, что в указанный срок не удалось разместить бумаги с процентной ставкой ниже 10,25%, Министерство финансов

Украины и в этот раз отказалось от реализации проекта.

Только 17 июля 2012 г. правительство страны вернулось на рынок еврооблигаций с предложением ценных бумаг на сумму 2 млрд. долл. США с купоном 9,25%. Этот выпуск стал самым большим в истории Украины. Более 75% эмиссии приобрели инвесторы из США, Великобритании и континентальной Европы.

Ставка в 9,25% является самой высокой для Украины за последние годы. Для сравнения: ставка купона для 10-летних еврооблигаций, которые были размещены в феврале 2011 г., была равна 7,95% годовых, для 5-летних, размещенных в июне 2011 г., — 6,25%. Таким образом, в этом году правительство страны разместило еврооблигации со сроком погашения пять лет по ставке, которая на 3 пп. выше прошлогодней (табл. 1).

Таблица 1 — Суверенные еврооблигации Украины, находящиеся в обращении

Эмитент	Доход (Bid), %	Доход (Offer), %	Купон, %	Объем, млн.	Валюта	Погашение
Украина, 2013	6.70	5.32	7.650	1 000	USD	11.06.2013
Украина, 9/2015	7.07	6.77	6.875	500	USD	23.09.2015
Украина, 10/2015	7.39	6.98	4.950	600	EUR	13.10.2015
Украина, 06/2016	7.05	6.81	6.250	1 250	USD	17.06.2016
Украина, 11/2016	7.46	7.16	6.580	1 000	USD	21.11.2016
Украина, 07/2017	7.63	7.44	9.250	2 600	USD	24.07.2017
Украина, 11/2017	7.42	7.24	6.750	700	USD	14.11.2017
Украина, 2020	7.45	7.32	7.750	1 500	USD	23.09.2020
Украина, 2021	7.49	7.33	7.950	1 500	USD	23.02.2021
Украина, 2022	7.75	7.72	7.800	1 250	USD	28.11.2022

Можно назвать следующие причины таких дорогих заимствований:

— отказ МВФ выделять Украине очередной транш из-за невыполнения взятых на себя обязательств по приведению тарифов на жилищно-коммунальные услуги к экономически обоснованному уровню (отказ от повышения тарифов на газ для населения перед парламентскими выборами 2012 г.);

— цена российского газа для Украины, снижение которой могло бы существенно снизить давление на валютную составляющую бюджета;

— низкий кредитный рейтинг страны, определяемый по обязательствам в валюте как крайне спекулятивный (уровень B+ по версии рейтингового агентства Standard&Poor's) [2].

Стоит отметить, что в последнее время проблему отсутствия валютных поступлений Правительство Украины начало решать с помощью внутреннего рынка.

С октября 2011 г. были выпущены не только гривневые облигации внутреннего государственного займа, но и ОВГЗ в долларах, евро, а также индексированные облигации. Последние представляют собой обычные государственные облигации, основная сумма долга которых при погашении переоценивается в зависимости от межбанковского валютного курса гривны по отношению к доллару США. Таким образом, если к концу срока обращения гособлигаций валюта подорожает, то Министерство финансов Украины должно будет выплатить больше денег держателям ценных бумаг. Такой гибридный финансовый инструмент призван снизить процентные ставки.

По объему эмиссии за суверенными еврооблигациями следуют корпоративные (23% бумаг, находящихся в обращении в 2012 г.). Новый импульс для развития этот сегмент получил весной 2010 г., когда на долговой рынок вышли холдинговые компании, входящие в группу «Сиситем Кэпитал Менеджмент» (предприятия горного, металлургического, энергетического, финансового, телекоммуникационного, медиа и других секторов экономики).

В целом процентные ставки, с которыми сейчас котируются бумаги некоторых украинских эмитентов на вторичном рынке, находятся на уровне 10—12% (табл. 2).

Таблица 2 — Корпоративные еврооблигации Украины [4]

Эмитент	Доход (Bid), %	Доход (Offer), %	Купон, %	Объем, млн.	Валюта	Погашение
НАК «Нафтогаз Украины», 2014	8.89	8.30	9.500	1 595	USD	30.09.2014
ООО «ДТЭК», 2015	9.73	9.14	9.500	500	USD	28.04.2015
ПАО «Мироновский хлебопродукт», 2015	9.66	8.96	10.250	585	USD	29.04.2015
ООО «Метинвест Холдинг», 2015	9.67	9.33	10.250	500	USD	20.05.2015
ООО «Метинвест Холдинг», 2018	10.19	9.87	8.750	750	USD	14.02.2018
«AVANGARDCO IPL», 2015	14.17	13.04	10.000	200	USD	29.10.2015
ОАО «Ferrexpo», 2016	9.91	9.64	7.875	500	USD	07.04.2016

Так, по состоянию на 21 ноября 2012 г. текущая доходность еврооблигаций ООО «ДТЭК» составила 9,73%, ПАО «Мироновский хлебопродукт» — 9,66%, ОАО «Ferrexpo» — 9,91%. Еврооблигации горно-металлургической компании ООО «Метинвест Холдинг» имеют доходность 9,67% (бумаги с погашением в 2015 г.) и 10,19% (с погашением в 2018 г.). Еврооблигации агропромышленной группы компаний «AVANGARDCO IPL» обращаются на рынке с максимальной доходностью в 14,17%. В то же время гарантированные государством бумаги НАК «Нафтогаз Украины» котируются с доходностью 8,89%.

Вскоре список еврооблигаций украинских эмитентов, возможно, пополнится. На рынок внешних заимствований планируют выйти ГП «Аэропорт Борисполь» и Государственная администрация железнодорожного транспорта Украины «Укрзализныця». Однако вероятно, что они смогут разместить свои бумаги со ставкой купона не ниже 10%.

Среди эмитентов еврооблигаций достаточно много банков. Так, сейчас в обращении находятся выпуски банковских долговых бумаг на 2,5 млрд. долл. США. Примечательно, что среди украинских еврооблигаций был один выпуск в национальной валюте более чем на 2 млрд. грн. Провел его АО «Укрэксимбанк» в начале прошлого года. Конечно, процентная ставка купона по таким бумагам была выше — 11%, тогда как в среднем для этого эмитента размер купона по еврооблигациям, номинированным в долларах США, составляет около 8% (табл. 3).

Таблица 3 — Банковские еврооблигации Украины [4]

Эмитент	Доход, (Bid), %	Доход, (Offer), %	Купон, %	Объем, млн.	Валюта	Погашение
АО «Укрэксимбанк», 2014	11.20	10.74	11.000	2 385	UAH	03.02.2014
АО «Укрэксимбанк», 2015	9.43	8,84	8.375	500	USD	27.04.2015
АО «Укрэксимбанк», 2016	13.01	11.08	5.793	125	USD	09.02.2016
ПАО коммерческий банк «ПриватБанк», 2015	12.03	11,48	9.375	200	USD	23.09.2015
ПАО коммерческий банк «ПриватБанк», 2016	16.05	13,69	5.799	150	USD	09.02.2016
АО «Банк «Финансы и Кредит», 2014	90.88	57.94	10.500	100	USD	25.01.2014
ПАО «Всеукраинский Акционерный Банк», 2014	66.63	43.65	10.500	125	USD	14.06.2014
ПАО «Первый Украинский Международный Банк», 2014	11.67	10.58	11.000	275	USD	31.12.2014
ПАО «Государственный Сберегательный Банк Украины», 2016	10.44	10.06	8.250	700	USD	10.03.2016

В отличие от суверенных бумаг, текущая доходность по банковским еврооблигациям держится на уровне 12 – 14%

Рынок муниципальных еврооблигаций Украины пока является недостаточно развитым. Притом если активность отдельных городов как эмитентов в сегменте гривневых облигаций все же заметна, то муниципальные еврооблигации представлены лишь ЦБ города Киева (табл. 4). Сейчас в обращении находятся еврооблигации на сумму в 550 млн. долл. США, текущая доходность по которым составляет около 12%. Это довольно много, поскольку в прошлом году столица государства разместила бумаги со ставкой купона 9,375%.

Таблица 4 – Муниципальные еврооблигации Украины [4]

Эмитент	Доход (Bid), %	Доход (Offer),%	Купон, %	Объем, млн.	Валюта	Погашение
Киев, 2015	11.68	10.83	8.000	250	USD	06.11.2015
Киев, 2016	12.43	11.79	9.375	300	USD	11.07.2016

26 ноября 2012 г. наступил срок погашения еврооблигаций Киевской городской государственной администрации на сумму 250 млн. долл. США, выпущенных в 2007 году. Для выполнения этого долгового обязательства КГГА провела первичное размещение облигаций внутреннего займа на сумму 1 млрд 928 млн. грн. (245 млн. долл. США). Единственным покупателем выступил АО «Укрэксимбанк». Долговые бумаги были выпущены несколькими сериями с купоном 15,2 и 15,25%.

Сегодня участники финансового рынка продолжают поиски новых способов привлечения средств от иностранных инвесторов. В частности, отечественные эмитенты рассматривают возможность организовать выпуски еврооблигаций на Варшавской фондовой бирже (ВФБ). Как правило, выпуск еврооблигаций на крупной зарубежной площадке является экономически целесообразным при минимальном объеме эмиссии в 100 млн. долл. США. При этом ликвидным считается объем выпуска на сумму 250 – 300 млн. долл. США. Однако на ВФБ выпуск можно разместить небольшими траншами по 50 млн. долл. США со ставкой 13 – 15% [3].

Впрочем, такой возможностью смогут воспользоваться исключительно эмитенты, акции которых уже котируются на ВФБ. В этом случае немаловажным преимуществом для них станет отсутствие необходимости создания SPV (special purpose vehicle – компания специального назначения, созданная в иностранной юрисдикции).

Таким образом, основным эмитентом на рынке еврооблигаций продолжает оставаться государство. Для Правительства Украины эмиссия внешних долговых ценных бумаг является вынужденной мерой в ходе привлечения внешних заимствований в условиях ограниченного доступа к финансовым ресурсам институциональных инвесторов. Суверенные еврооблигации характеризуются меньшей степенью риска непогашения по сравнению с долговыми бумагами банковского и корпоративного секторов.

Библиографический список

1. Англо-русский толковый словарь по банковскому делу, инвестициям и финансовым рынкам. Свыше 10 000 терминов / Я.М. Миркин, В.Я. Миркин. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2006. Стр. 156

2. Кредитный рейтинг стран [Электронный ресурс]. URL: http: //www.standardandpoors.com/ratings/articles/en/us/?articleType=HTML&assetID=1245339758532

3. Официальный сайт Варшавской фондовой биржи [Электронный ресурс]. URL: http://www.gpw.pl

4. Рынок украинских облигаций [Электронный ресурс]. URL: http://www.ufc-capital.com/data/filestorage/reviews/market_roundup/2012/11/20121121-fixed_income_weekly-ufc-rus.pdf.

5. Статистические материалы Национального банка Украины [Электронный ресурс]. URL: http://www.bank.gov.ua/control/uk/index

Bibliography

1. English-Russian Dictionary of banking, investment and financial markets. More than 10,000 terms / Y.M. Mirkin, V.Y. Mirkin. — M.: Alpina Business Books, 2006, p. 156.

2. The credit rating of countries [Online resource] URL: http://www.standardandpoors.com/ratings/articles/en/us/?articleType=HTML&assetID=1245339758532

3. Statistical materials of the Warsaw Stock Exchange [Online resource] URL: http://www.gpw.pl

4. Ukrainian market of bonds [Online resource] URL: http://www.ufc-capital.com/data/filestorage/reviews/market_roundup/2012/11/20121121-fixed_income_weekly-ufc-rus.pdf.

5. Statistical materials of the National Bank of Ukraine [Online resource] URL: http://www.bank.gov.ua/control/uk/index

Golomb V.V., e-mail: viktoria.golomb@mail.com
Classic Private University, a senior lecturer in business economics, a graduate student (Ukraine, Zaporozhye). Postgraduate of the Department of economics, national and applied economics
Ilyashenko V.A.
Classic Private University, professor of the Department of public administration and land management, PhD in Public Administration, professor (Ukraine, Zaporozhye)

UKRAINE EUROBONDS AS DEBT INSTRUMENT

The article is devoted to the research of Ukrainian Eurobonds as a debt instrument. Prospects of sovereign, municipal, corporate and bank Eurobonds market development in Ukraine are determined in the article.

Key words: gross external debt, debt instruments, Eurobonds, issuers, the level of profitability, credit rating, coupon rate.