

Аналіз розвитку ринку єврооблігацій банків в Україні

Розглянуто питання становлення та розвитку ринку українських банківських єврооблігацій, які є одним із перспективних напрямів залучення іноземного капіталу у банківський сектор. Розкрито особливості емісії єврооблігацій. Здійснено аналіз сучасного стану банківських єврооблігацій і визначено найбільш привабливі пропозиції для вкладення. Виявлено ключові проблеми, які гальмують розвиток вітчизняних банків на міжнародному ринку боргових зобов'язань. Окреслено подальші перспективи функціонування банківських запозичень.

Ключові слова: єврооблігації, банки, кредитний рейтинг, емісія, іноземні інвестори.

Враховуючи відсутність інтересу інвесторів до акцій вітчизняних банків, особливої актуальності в умовах посилення світової фінансової кризи набуває один із перспективних напрямків залучення іноземного капіталу в банківський сектор – випуск єврооблігацій, які на даний час найбільше користуються попитом серед іноземних інвесторів. Перевагами єврооблігацій є те, що вони сприяють ліквідності ринку і є менш ризиковими, ніж акції. Разом з цим, інвестор не несе ризики національної валюти, оскільки прибутковість за ними виплачується у доларах. Крім того, сьогоднішня диспропорція вартості капіталу на внутрішньому та зовнішньому ринках підвищує значення єврооблігацій як ефективного інструмента формування ресурсної бази українських банків.

Дослідження ринку цінних паперів банків та єврооблігацій висвітлені у працях О.В. Васюренка, А.М. Мороза, Ф.С. Мишкіна, А. Гальчинського, М.А. Козоріз, В. Шапрана, О. Мендрула. Поряд з цим є ряд питань, що потребують поглиблених досліджень, зокрема проблеми розвитку ринку єврооблігацій в умовах фінансової кризи в Україні.

Метою статті є дослідження розвитку ринку єврооблігацій банків в Україні, визначення ключових проблем ринку та перспектив розвитку.

Дослідження теоретичних основ емісії єврооблігацій свідчать, що **єврооблігації (євробонди)** є цінними паперами, деномінованими у валюті, відмінній від валюти країни емітента, що розміщуються за допомогою синдикату андерайтерів серед іноземних інвесторів, для яких така валюта, як правило, також є іноземною. Єврооблігації випускаються та обертаються за межами країни емітента. При цьому члени синдикату андерайтерів беруть на себе відповідальність щодо відповідності розміщення єврооблігацій законодавству країни інвесторів [1].

Згідно з міжнародним досвідом в Україні випуски облігацій можуть відбуватися:

- шляхом прямого випуску облігацій емітентом в іноземній валюті (кредитні ноти – CLN);
- із застосуванням опосередкованих схем (ноти участі в кредиті – LPN).

Порівняльна характеристика кредитних нот та нот участі у кредиті наведена в табл. 1.

У першому випадку емітент і кінцевий одержувач коштів, отриманих від розміщення єврооблігацій, співпадають. Емітент також несе відповідальність за розрахунки з іноземними інвесторами. Загалом, у даний спосіб випускають єврооблігації компанії, що не мають лістингу на західній біржі й кредитного рейтингу.

Таблиця 1

Порівняльна характеристика кредитних нот (CLN) та нот участі у кредиті (LPN)

Кредитні ноти (CLN)	Ноти участі у кредиті (LPN)
ПЕРЕВАГИ	
<ul style="list-style-type: none"> - Короткий термін підготовки випуску (від 6 тижнів). - Мінімальні вимоги до розкриття фінансової звітності емітента. - Зменшення витрат за рахунок низьких комісійних юристам і відсутності витрат на отримання міжнародного кредитного рейтингу. - Не потребують отримання компанією міжнародного кредитного рейтингу та звітності, аудованої за міжнародними стандартами. - Не потребують обов'язкового Due Diligence (детальної юридичної перевірки позичальника). - Не потребують лістингу SPV на іноземних біржах. - Час для підготовки та розміщення 3-4 місяці. - Витрати емітента \$250 тис. + 0,3-0,7% обсягу випуску. 	<ul style="list-style-type: none"> - Обсяги випуску – \$100 млн. і більше. - Невисока вартість залучених ресурсів. - Позитивний вплив на імідж компанії. - Можливість отримання додаткових доходів за рахунок торгівлі єврооблігаціями на вторинному ринку. - Тривалий термін обігу (5-10 років).
НЕДОЛІКИ	
<ul style="list-style-type: none"> - Обсяги випуску – \$30-150 млн. - Вартість ресурсів вища, ніж при випуску LPN. - Термін погашення через 3-5 років після закінчення розміщення. 	<ul style="list-style-type: none"> - Час для підготовки та розміщення 5-12 місяців (необхідний аналіз діяльності позичальника). - Багато часу на організацію (від 18 тижнів). - Високі комісії за послуги посередників - Необхідне повне розкриття інформації про позичальника. - Витрати емітента \$500 тис. + 0,7–1,0% обсягу випуску.

* Складена за даними [2].

У другому випадку залучається посередник – іноземний банк SPV (Special Purpose Vehicle), який виступає емітентом так званих «облігацій участі у кредиті» (loan participation notes), що розміщуються серед інвесторів. Кошти, одержані банком у результаті розміщення, надаються у кредит компанії, в інтересах якої здійснюється опосередкована схема [1].

Законодавче регулювання схем LPN і SPV в Україні обмежується одержанням: а) індивідуальної ліцензії НБУ на здійснення інвестиції за кордон; б) індивідуальної ліцензії НБУ на перерахування валютних коштів за кордон (для SPV); в) свідоцтва НБУ про реєстрацію кредитного договору (для SPV).

Слід звернути увагу на те, що визначальною передумовою для виходу на ринок єврооблігацій є отримання кредитного рейтингу одного із всесвітньо визнаних

рейтингових агентств (наприклад, «Standard & Poors» або «Moody's Investors Service»), що є дуже важливим, оскільки рівень рейтингу визначає здатність емітента своєчасно розрахуватися за борговими зобов'язаннями, а також ризики інвесторів при інвестуванні власних коштів. Рівень рейтингу визначає відсоткову ставку за єврооблігаціями – що нижче рейтинг, то вище ставка дохідності за єврооблігаціями, і навпаки. Із зростанням попиту (високий рейтинг) на єврооблігації зростає їхня ціна, яка знижує тим самим їхню ефективну дохідність [1].

Вартість ресурсів, які банк залучає, випускаючи єврооблігації, залежить від кількох чинників: дохідності «еталонних» US Treasuries — цінних паперів Держказначейства США; наявності в емітента кредитної історії та рейтингу міжнародних агенцій; параметрів останніх аналогічних випусків на ринку.

Практика свідчить, що українські банки виходять на міжнародні ринки капіталів, використовуючи опосередковану схему емісії єврооблігацій – іноземною компанією від імені емітента. Це насамперед пов'язано з тим, що українські позичальники мали право емітувати облігації, номіновані лише у гривні.

Згідно із Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 р. передбачається можливість випуску облігацій в іноземній валюті, що створює законодавчі передумови для використання схеми прямої емісії євробондів. Залучення кредитних ресурсів на зовнішньому ринку без участі посередників дає змогу, в свою чергу, забезпечити істотну економію фінансових ресурсів.

Відповідно до статті 8 вищевказаного закону юридична особа має право розміщувати облігації на суму, яка не перевищує трикратного розміру власного капіталу або розміру забезпечення, що надається їй з цією метою третіми особами [3]. Така норма розширює можливості комерційних банків з емісії єврооблігацій. На практиці мінімальний розмір випуску євробондів, з яким реально можна вийти на іноземний ринок, становить 100 млн. доларів.

Проведений аналіз показав, що перші кроки в освоєнні зовнішнього ринку за допомогою емісії корпоративних єврооблігацій були зроблені в 2003 р., що пов'язано із позитивними зрушеннями в економічній сфері, стабілізацією політичної ситуації та зниженням політичних ризиків, підвищенням міжнародних кредитних рейтингів України, зростанням фінансової надійності та могутності провідних вітчизняних банків і на цій основі посиленням зацікавленості зовнішніх інвесторів у кредитуванні українського бізнесу (табл. 2).

Впродовж усього аналізованого періоду емісія євробондів характеризує позитивну динаміку до зростання кількості емісій та обсягів запозичень. Так, у 2005 р. було проведено п'ять емісій і залучено 675 млн. дол. (майже вдвічі більше порівняно з попереднім роком) (табл. 2). Разом з цим, слід зазначити, що, незважаючи на такий приріст обсягів запозичених за допомогою єврооблігацій коштів, останні не відіграють істотної ролі у збільшенні сукупних зобов'язань за банківською системою України.

У 2005 р. державний «Укрексімбанк» здійснив надзвичайно успішний випуск на міжнародному ринку боргових зобов'язань із найнижчим серед усіх українських облігацій рівнем фіксованої ставки купона – 6,8% та найдовшим строком погашення до 7 років. 2006 р. двом українським банкам («ПриватБанку» та «Укрексімбанку») вдалося залучити кредитні ресурси строком на десять років під 8,75% та 8,4%, що є досить перспективним кроком у напрямі диверсифікації джерел залучених коштів, збалансування строкості активно-пасивних операцій банків [4].

Таблиця 2

Історія виходу вітчизняних банків на ринок єврооблігацій

Банк	Дата	Сума, млн USD	Купок, %	Організатори	Строк, роки
«ПриватБанк», 2006 (LPN)	09.12.2003	100	10,875	Credit Suisse First Boston	3
«УкрСиббанк», 2007 (LPN)	23.03.2004	100	10,5	Dresdner Kleinwort Wasserstein	3
«Укрексімбанк», 2008 (LPN)	10.09.2004	250	7,75	UBS Limited i Dresdner Kleinwort Wasserstein	5
«Аваль», 2006 (CLN)	24.05.2005	100	Індексовані	Merrill Lynch	2
«Укрсоцбанк», 2008 (LPN)	27.05.2005	100	9	ABN AMRO i Московський народний банк	3
«УкрСиббанк», 2007 (LPN)	16.06.2005	125	8,95	Deutsche Bank, UBS	3
«Укрексімбанк», 2012 (LPN)	21.09.2005	250	6,4	Credit Suisse First Boston, UBS	7
«Надра», 2008 (LPN)	26.10.2005	100	9,5	Dresdner Kleinwort Wasserstein i UBS	3
«Приватбанк», 2016 (LPN)	27.01.2006	150	8,75	UBS	10
«Укрексімбанк», 2016 (LPN)	03.02.2006	95	8.4	UBS Limited i Credit Suisse Securities (Europe) Limited	10
«Надра», 2010 (LPN)	11.07.2007	175	9,25	«HSBC Bank plc i UBS Limited».	3
«Альфа – Банк» 2011(LPN)	04.08.2008	250	9,25	Deutsche Bank AG, London Branch та UBS Limited	3
VAB Банк 2010 (LPN)	23.05.2007	125	10,125	Credit Suisse i Deutsche Bank	3

* Складена за даними [4].

За підрахунками департаменту інвестиційного бізнесу «УкрСиббанку», капіталізація ринку українських корпоративних єврооблігацій на початок 2007 р. могла сягнути рівня 4-4,3 млрд. дол. США, при цьому частка єврооблігацій, випущених українськими банками, могла зрости до 60–70%. Проте наприкінці 2006 р. деякі комерційні банки тимчасово утрималися від розміщення своїх євробондів.

Із жовтня 2008 р. розпочався новий етап розвитку ринку єврозапозичень вітчизняними банками. У зв'язку із посиленням впливу світової фінансової кризи

на український фондовий ринок, об'єми облігаційних випусків банків і обороти по них поступово почали перевищувати відповідні показники на ринку акцій банків.

На даний час спостерігається тенденція підвищеного попиту на боргові інструменти, в тому числі єврооблігації, з наближенням до моменту купівлі строком погашення, в першу чергу єврооблігації, які погашаються у 2009 р. та меншим попитом – випуски з погашенням у 2010 р. і наступних років (рис. 1).

З українських єврооблігацій найбільш ліквідними і найменш ризиковими нині вважаються єврооблігації з іноземним капіталом, представлені випусками банку «Форум», «Укрсиббанку», «Укрсоцбанку» та «Укрексімбанку»[6]. Фактори привабливості банків-лідерів наведено в табл. 3.

Основні українські банки-позичальники на міжнародному ринку вільних кредитних ресурсів представлено в табл. 4.

У той же час слід зазначити, що банківські єврооблігаційні випуски в основному видають великі банки, що мають істотну підтримку мажоритарних акціонерів (іноземних материнських структур, великих індустріально-промислових груп) або все тієї ж держави (табл. 3).

Основним інвестором в українські єврооблігації, як правило, є компанії-нерезиденти, адже для купівлі єврооблігацій українськими інвесторами здійснюється обмеження – одержанням індивідуальної валютної ліцензії [7].

Незважаючи на стійкі позитивні тенденції, що були на ринку єврооблігацій, фінансова криза спричинила ряд проблем для банків. Нині для великої частки банків існує потенційна загроза невиконання свого боргового зобов'язання у зв'язку із погіршенням фінансового стану. Ця негативна обставина вплинула на міжнародні рейтингові агентства, в тому числі на Moody's, яке встановило негативний прогноз для шести українських банків («Альфа-Банк (Україна)», «ПУМБ», «Надра Банк», «ВАВ Банк», банк «Південний» і «Фінанси та Кредит»), єврооблігації яких перебувають в обороті (табл. 4). Адже за умови розміщення єврооблігацій вітчизняні емітенти передбачають право тримача євробондів пред'явити їх до оферти (вимагати дострокового погашення зобов'язань) у разі зниження міжнародного рейтингу емітента.

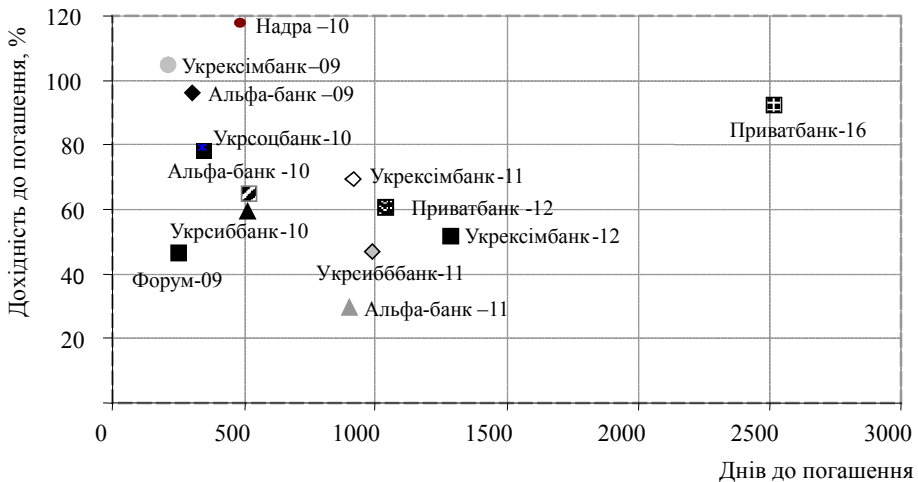


Рис. 1. Дохідність до погашення банківських єврооблігацій станом на 4.03.2009 р. [5]

Таблиця 3

Найпривабливіші банківські єврооблігації [6]

Емітент	Фактори привабливості емітента
«Укресімбанк» (з погашенням у 2011 р. і пізніше)	Емітент – п'ятий за розміром банк в Україні. Завдяки своєму державному є одним із найважливіших елементів інфраструктури українського фінансового ринку. Має сильну державну підтримку.
«Укрсиббанк»	Третій за величиною банк в Україні. Дочірня компанія BNP Paribas (Франція) – великої європейської банківської групи. Має сильну підтримку материнської фінансової групи.
Банк «Форум»	Входить до групи найбільших українських банків. Дочка Commerzbank (25% належать уряду Німеччини), найбільшої німецької банківської групи. Має значну підтримку материнської фінансової групи.
«Укрсоцбанк»	Входить до групи найбільших українських банків. Є підрозділом однієї із найбільших європейських груп Unicreditgroup (Італія). Має значну підтримку материнської фінансової групи.
«Альфа – Банк» (Україна)	Входить до десятки найбільших українських банків. Дочірня компанія «Альфа-Груп», однієї із найбільших російських корпорацій. Консервативний підхід до формування кредитного портфеля.

Таблиця 4

Стан єврооблігацій українських банків на 04.03.2009 р. [5]

Емітент	Об'єм емісії, млн. дол.	Купонна ставка	Дата погашення	Ціна	Дохідність до погашення, %
Альфа-банк –09	345	9,75%	22.12.2009	58,00	97,4
Альфа-банк –10	450	9,25%	26.07.2010	53,00	66,1
Альфа-банк –11	250	12,0%	11.08.2011	69,10	31,0
Фінанси та кредит –10	100	10,38%	25.01.2010	28,05	239,0
Форум-09	100	10,0%	30.10.2009	81,01	47,5
ПУМБ-10	275	9,75%	16.02.2010	35,50	169,3
Надра –10	175	9,25%	28.06.2010	35,11	118,0
Приватбанк –12	500	8,0%	06.02.2012	31,25	61,5
Приватбанк-16	150	8,75%	09.02.2016	10,25	93,3
Укресімбанк-09	150	7,75%	23.09.2009	66,00	105,4
Укресімбанк-11	500	7,65%	07.09.2011	32,23	67,3
Укресімбанк-12	250	6,80%	04.10.2012	29,10	52,9
Укрсиббанк-10	200	7,38%	23.04.2010	53,00	63,5
Укрсиббанк-11	500	7,75%	21.12.2011	42,00	47,2
Укрсоцбанк-10	400	8,0%	22.02.2010	57,54	79,5
VAB-10	125	10,13%	14.06.2010	20,06	208,5

Ключовими проблемами кредитно-фінансових установ на даному етапі є:

- проблеми з ліквідністю;
- відсутність фінансової підтримки з боку акціонерів;
- ріст проблемної заборгованості клієнтів в умовах фінансової кризи.

У 2009 р. українським банкам необхідно повернути 12 випусків єврооблігацій на суму майже 2,3 млрд. дол. Одним з найбільш ризикових учасників ринку серед банків вважаються єврооблігації банку «Фінанси і кредит» з погашенням у 2010 р., які торгуються з дохідністю 239% річних (табл. 4). Лідером за розміром майбутніх виплат за єврооблігаціями є «Альфа-Банк (Україна)». Необхідно зазначити, що на сьогодні заборгованість банку з облігацій (внутрішніх та зовнішніх) складає понад 36% його активів. Так, загальний об'єм емісії на внутрішньому облігаційному ринку складає 500 млн. грн., а на зовнішньому ринку запозичень – 1,15 млрд. дол. На другому місці – «Райффайзен Банк Аваль», чії зобов'язання перед іноземними кредиторами на 2009 рік становлять понад 760 млн. дол. (14,7% від зобов'язань). Замикає трійку боржників державний «Укресімбанк» – 595 млн. дол. (11,4% від зобов'язань) [8].

За словами аналітиків, найскладнішим періодом для українських банків-боржників стане третій квартал цього року, коли мають погаситися понад 40% усіх зобов'язань [9].

Негативний вплив на динаміку продажу єврооблігацій спричинив також чинник зниження рейтингу країни, що спонукало інвесторів до продажу вітчизняних євробондів, тим самим викликавши їхню високу дохідність на вторинному ринку у зв'язку з підвищеним ризиком по цьому фінансовому інструменту. Зокрема, основні індикатори рівня ризику – Cds (credit default swap – страхування вірогідності дефолту країни), а також рівень EMBI + Ukraine (різниця між прибутковістю без ризикових американських treasuries та українських суверенних бондів) у останньому кварталі 2008 р. перебували на вкрай високих рівнях, що свідчить про високий рівень побоювання інвесторів щодо можливості суверенного дефолту [10].

Враховуючи вищенаведене, можна зробити такі висновки. Єврооблігації, без сумніву, є загальноновизнаним у фінансовому світі способом залучення інвестицій. Привабливість цього інструмента для фінансових установ зумовлюється такими перевагами: формуванням позитивного іміджу емітента, тривалими строками запозичень, наявністю різних схем випуску боргових зобов'язань, низькою вартістю ресурсів.

Дослідження українського ринку цінних паперів свідчать про те, що, незважаючи на позитивні тенденції розвитку в 2003–2005 рр., починаючи з серпня 2008 р., єврооблігації українських емітентів піддалися величезній переоцінці, істотно впали в ціні і, відповідно, це змусило українських емітентів підвищувати дохідність за цими борговими інструментами. Основною причиною для подібної тенденції на ринку євробондів стала низька ліквідність ринку, спричинена фінансовою кризою.

Практика використання єврооблігацій банками як інструмента для позичання фінансових ресурсів вказує на їхню спроможність залишатися привабливим інструментом за умови зваженої емісійної політики і для українських банків. Тому кредитно-фінансові установи мають звертати увагу на зовнішні джерела фінансування як альтернативні й перспективні щодо диверсифікації шляхів поповнення пасивів банків.

Список використаних джерел

1. Бутняров А. Єврооблігації – шлях до залучення іноземних інвестицій / А. Бутняров // Ринок цінних паперів України. – 2007. – №1–2. – С. 75-78.
2. Рубан О. Бонд. Євробонд / О. Рубан // Фондовый рынок. – 2006. – №46. – С. 10-15.
3. Закон України «Про цінні папери і фондовий ринок» від 23.02.2006 р. [Електрон. ресурс]. – Спосіб доступу : www.nau.kiev.ua.
4. Версаль Н. І. Корпоративні облігації у формуванні ресурсної бази комерційних банків України / Н. І. Версаль, В. П. Нестеренко // Фінанси України. – 2006. – №10. – С. 96-104.
5. Ежедневный обзор финансовых рынков 4 марта 2009 г. Astrum Investment Management [Електрон. ресурс]. – Спосіб доступу : www.astrum.ua.
6. Руденко В. Випущено в Україні [Електрон. ресурс. / В. Руденко // Контракти. – 2009. – №06. – [09.02]. – Спосіб доступу : <http://www.kontrakty.com.ua/show/rus/article/11484/06200911484.html>.
7. Габріелян В. Єврооблігації: фібриляція інвестиційного серця [Електрон. ресурс] / В. Габріелян // Економічна правда. – 2009. – [04.02]. – Спосіб доступу : www.epravda.com.ua/publications/.
8. Долг части (комментарий Павла Крапивина, заместителя Председателя Правления ОАО ТФБ «Контракт») // Finance.ua (по материалам «Бизнес»). – 2009. – 01 февраля.
9. Борг українських компаній перевищує 5 млрд. доларів [Електрон. ресурс]. – Спосіб доступу: <http://http://novynar.com.ua/business/54520>
10. Рекрут С. Підсумки 2008 року. Перспективи 2009. Аналітика Swedbank / С. Рекрут. – 12.01.2009.
11. Бази даних звітності емітентів [Електрон. ресурс]. – Спосіб доступу: www.smida.gov.ua, www.istock.com.ua.

Миколишин М.М. Аналіз розвитку ринку єврооблігацій банків в Україні.

Рассмотрен вопрос становления и развития рынка украинских банковских еврооблигаций, являющихся одним из перспективных направлений привлечения иностранного капитала в банковский сектор. Раскрыты особенности эмиссии еврооблигаций. Осуществлен анализ современного состояния банковских еврооблигаций и определены наиболее привлекательные предложения для вложения. Обнаружены ключевые проблемы, тормозящие развитие отечественных банков на международном рынке долговых обязательств. Определены последующие перспективы функционирования банковских заимствований.

Ключевые слова: еврооблигации, банки, кредитный рейтинг, эмиссия, иностранные инвесторы.

Mykolayshyn M.M. The Analysis of Development of the Eurobonds Market of Banks in Ukraine.

The problem of becoming and development of the Eurobonds market of Ukrainian banks which are to one of perspective directions of bringing in of foreign capital in a bank sector have been considered. The features of emission of the eurobonds of banks have been elucidated. The analysis of modern state of bank eurobonds have been carry out and the most attractive offers for investment have been determined. Key problems that impede the development of domestic banks on the international debts liabilities market have been revealed. Subsequence prospects of the functioning of the banks euroborrowings have been outlined.

Key words: Eurobonds, banks, credit rating, emission, foreign investors.

Надійшло 14.05.2009 р.