

ОБЛІГАЦІЇ ЯК ІНСТРУМЕНТ РИНКУ ПУБЛІЧНОГО БОРГУ В УКРАЇНІ: СУЧАСНІ ТЕНДЕНЦІЇ І ПРОБЛЕМИ

Облігації є одним з найбільш давніх та популярних у світі інструментів залучення капіталу та інвестування на фіксований проміжок часу. Звернення до історії обігу різноманітних носіїв інформації про борг однієї особи перед іншою можна починати вже з часів існування імперії інків, але така широка ретроспектива очевидно не є доцільною. Варто приділити увагу новітньому і найбільш знайомому періоду обігу боргових інструментів.

У колишньому СРСР, економічний устрій якого передбачав концентрацію фінансових і матеріальних ресурсів у державній власності та централізований їхній розподіл, ринок капіталу у сучасному його розумінні був відсутній, а в обігу перебували виключно облігації державних позик.

Перші спроби організованого проведення позик державою у населення здійснили на початку ХХ ст. Були випущені облігації Державних внутрішніх позик СРСР – першого і другого хлібного, цукрового. Своєю назвою вони завдячували способу їхнього погашення – позика поверталась не грошима, а натуральними продуктами: зерном і цукром.

Облігації першої хлібної позики 1922 р. випускалися з номінальною вартістю, що була відображена у 1, 3, 5, 10, 25 і 50 пудів жита в зерні. Погашення облігацій передбачалося за рахунок спеціального фонду продовольства, що формувалася з надходжень натурального податку. Для забезпечення виконання зобов'язань, державою був сформований гарантійний фонд у розмірі десять мільйонів рублів золотом. Умовами випуску також передбачалося можливість приймати облігації позики в залік внесків єдиного натурального податку за визначеною в облігаціях кількістю жита. Облігації могли вільно обертатись, а їхні власники звільнялися від будь-яких податків або зборів на такий обіг.

Цікавою є статистика погашень згаданих позик. Наприклад, із загального обсягу другої хлібної позики, що дорівнював 100 млн пудів зерна, до оплати натурою було пред'явлено облігацій лише на 2 млн пудів, в оплату податку надійшло облігацій на 6,3 млн пудів. Решту їх передали державним установам у рахунок кредитів на заробітну плату і використовували для постачання робітників хлібом.

Облігації першої радянської грошової позики випущено також у 1922 р. на 100 млн руб. у золотому обчисленні строком на 10 років. За 1924–1928 рр. було випущено чотири гарантійних позик на загальну суму 900 млн руб. золотом, які розміщувалися на підприємствах і в організаціях. Державні та кооперативні організації у міру зростання рентабельності виробництва придбавали значну частину облігацій цих позик, кошти від реалізації яких спрямовувалися на розвиток галузей народного господарства.

У ці ж роки випускалися й селянські виградні позик. Було застосовано нову форму розміщення позик – проведення підписки на позик серед населення із наданням їм розстрочки платежів. Зростанню ролі державного запозичення сприяло зростання доходів населення.

Широкомасштабно проводилася підписка на позик індустріалізації (1–3-й випуски), позик "П'ятирічка в 4 роки", позик 3-ої п'ятирічки (1–4-й випуски) та інші, що стали одним

із джерел коштів для соціалістичної індустріалізації та розвитку народного господарства в передвоєнні роки.

Позика зміцнення оборони (1937), позик військових років (1–4-й випуски) зіграли важливу роль у фінансуванні військових витрат держави в період Великої Вітчизняної війни 1941–1945 рр.

Із 1938 р. в СРСР облігації державних позик вільно продаються і викуповуються ощадними касами.

У повоєнні роки кошти від розміщення державних позик (5 випусків позик відновлення і розвитку народного господарства СРСР 1946–1950 і позик розвитку народного господарства СРСР 1951–1957) сприяли відновленню та розвитку радянської економіки.

Надходження до державного бюджету СРСР від державної позики в роки довоєнних п'ятирічок становили близько 50 млрд руб., у роки Великої Вітчизняної війни – 76 млрд руб. і в період 1946–1958 рр. – 260 млрд руб. Число передплатників на позик зросло з 6 млн у 1927 р. до 60 млн до початку 1941 р. і 70 млн до 1946 р.

Із 1958 р. випуск державних позик, що розміщувався за підпискою серед населення, був припинений.

Загалом питома вага коштів від позик у доходах державного бюджету до Великої Вітчизняної війни становила приблизно 5%, у роки війни не більше 10%, а в 1965 р., в зв'язку з припиненням випуску позик, що розміщувалися за підпискою серед населення, знизилася до 0,2%.

Облігації наступних державних позик, наприклад, 1982 р. можна навіть і сьогодні знайти у скарбницях найбільш оптимістично налаштованих громадян.

Тобто державні запозичення, окрім зрозумілого бажання держави залучити кошти для розвитку, включають економічні та психологічні чинники.

Незважаючи на те, що взаємовідносини позичальника та позикодавця у відносинах облігаційної позики були значно спотворені, а придбання державних облігацій у багатьох випадках для громадян СРСР було справою далеко не добровільною, тим не менш, не можна заперечувати позитивних економічних та суспільних наслідків використання цього інструменту запозичень.

Зміна економічної моделі в Україні зумовила появу нових інструментів запозичення коштів, відмінних від облігацій державних позик. Однак у жодному випадку в процесі побудови повноцінного ринку капіталу в Україні не варто ігнорувати значний і загалом позитивний досвід здійснення запозичень у минулі історичні періоди.

Загалом можна констатувати, що облігації в СРСР не були повноцінним інструментом ринку капіталу, оскільки не мали вільного обігу, а тим більше біржового. Вони обслуговували виключно відносини держава–вкладник. Проте облігація (насамперед державна) є найбільш звичним інструментом для населення і універсальним інструментом великомасштабних запозичень для держави.

Це зумовило той факт, що державні цінні папери (далі – ДЦП) уже в незалежній Україні були першим і дотепер залишаються найбільш привабливим для інвесторів фінансовим

інструментом, який передбачає широке коло напрямів застосування, окрім отримання доходу від купівлі-продажу та отримання процентного доходу. Йдеться про використання для отримання рефінансування від центрального банку, укладення угод РЕПО тощо. Беручи до уваги загальносвітову практику, що суверенні запозичення зазвичай сприймаються як найменш ризиковані, цілком зрозуміло, чому держава на ринку капіталів має можливості незрівнянно вищі за інших позичальників. Тому розвинений ринок державних облігацій, до якого майже постійно існує зацікавленість нерезидентів, із самого початку був найбільш значущим конкурентом ринку облігацій підприємств. Слід зазначити і таку додаткову перевагу ринку державних облігацій, як надійна модель розрахунків – перша модель розрахунків за принципом "поставка проти оплати", реалізована в Україні Національним банком як депозитарієм, що обслуговує ДЦП.

Незважаючи на достатньо значний за обсягом ринок (вартість ОВДП в обігу протягом 2010–2011 рр. становить 12–13% ВВП, біржовий сегмент ДЦП (аналогічно до більшості інших цінних паперів) суттєво вужчий за позабіржовий, хоча в останні роки на тлі світової фінансової кризи популярність ОВДП як біржового інструмента значно зростає).

Інтенсивний розвиток національної економіки у 2001–2007 рр. має завдячувати в тому числі й розширенню інструментів залучення позикових коштів для суб'єктів господарювання, держави та місцевих рад. До цього практично єдиним варіантом було банківське кредитування, інші механізми (прямі інвестиції, в т. ч. іноземні, додаткова емісія акцій, векселі тощо) використовувалися дещо епізодично. Наприклад, упродовж 1997–2000 рр. загальний обсяг випущених в Україні корпоративних облігацій, за даними Національної (Державної) комісії з цінних паперів та фондового ринку (далі – Комісія), не перевищував 0,13 млрд грн, тобто на облігації підприємств припадало менше 2% від загального обсягу випущених в Україні цінних паперів (у цей період випускалися практично винятково акції).

Різке зростання обсягів розміщення та обігу облігацій розпочалося з 2001 р., коли значною мірою було зменшено інфляційні очікування, вартість залучення коштів через емісію облігацій стала більш-менш прийнятною для суб'єктів господарювання¹, до того ж було усунуто 30% оподаткування коштів від розміщення облігацій².

За сім передкризових років (2001–2007) ліквідність цього сегмента фінансового ринку зростає на порядок:

- кількість випусків – у 16 разів (із 61 до 991),
- обсяг випущених емітентами облігацій – у 64 рази (з 0,69 до 44,48 млрд грн),
- обсяг біржових торгів облігаціями підприємств – у 140 разів (з 0,12 до 17,36 млрд грн),

¹ Оскільки статистика щодо середньозваженої доходності випуску облігацій підприємств досить фрагментарна, то певні висновки можна зробити на прикладі державних облігацій України, доходність яких з 1995 по 2001 рр. знизилася з 140 до 18% річних.

² Офіційною датою народження українських корпоративних облігацій можна вважати липень 1999 р., коли було ухвалено Закон "Про внесення змін до деяких законів України з метою стимулювання інвестиційної діяльності", що скасував норму закону про оподаткування прибутку підприємств, згідно з якою кошти від первинного розміщення облігацій підпадали під 30% оподаткування. Новий закон також дозволив підприємствам включати до валових витрат відсотки і дисконт за облігаціями, а також оплату послуг реєстраторів і депозитаріїв. В результаті обсяги випуску корпоративних облігацій в Україні в 2001 р. (0,69 млрд грн) удвічі перевищили загальний показник попередніх п'яти років (0,34 млрд грн).

– обсяг укладених торговцями цінними паперами договорів з облігаціями підприємств на біржовому та позабіржовому ринках – у 152 рази (з 0,89 до 134,73 млрд грн).

Відповідно, обсяг випуску облігацій підприємств у 2007 р. (44,5 млрд грн) лише несуттєво поступався випуску акцій (50 млрд грн), а в структурі біржових торгів корпоративні облігації мали беззаперечне лідерство (на них приходилося 49,7% загального обсягу торгів на фондових біржах України).

У результаті облігації підприємств стали одним із найпривабливіших інструментів для вкладень інституційних інвесторів. На кінець 2007 р. 34,4% загального інвестиційного портфеля ІСІ, НПФ та страховиків становили саме облігації підприємств.

Звуження вітчизняного ринку облігацій під час активної фази світової фінансової кризи відбувалося не менш швидкими темпами. За 2008–2009 рр. обсяги та кількість випусків облігацій скоротилися вчетверо, обсяги біржових торгів – у 2,5 рази.

Для цього існували об'єктивні макроекономічні причини, зокрема:

1) значна конкуренція держави, яка значно збільшила обсяги запозичень³ та вартість⁴ залучення до державного бюджету, що мало наслідком переорієнтацію інвесторів з корпоративних на більш надійні державні облігації;

2) девальвація національної валюти та скорочення фінансових ресурсів у банківському секторі (через зменшення депозитів та проблеми з поверненням кредитів) призвели до скорочення обсягів та зростання вартості банківського кредитування⁵, а, відповідно, й вартості облігаційних запозичень;

3) стрімке нарощування боргу корпоративного сектора, оскільки значна його частка (єврооблігації) була номінована в іноземних валютах, стосовно яких гривна значно девальвувала⁶;

4) зниження внутрішнього та зовнішнього попиту на продукцію українських підприємств, а також прибутковості бізнесу⁷, що ускладнило оплату поточних та довгострокових зобов'язань, зокрема облігаційних.

У таких умовах більшість потенційних емітентів облігацій відмовилися від виходу на ринок публічного боргу (через недостатність ресурсів у інвесторів і неможливість сплачувати високі ставки доходності, що існували на ринку), а емі-

³ За даними НБУ (ОВДП, які перебувають в обігу, за сумою основного боргу, щодня; http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=44580) протягом 2008–2010 рр. загальна вартість облігацій внутрішньої державної позики за сумою основного боргу зростає у 14,9 рази (з 9,1 млрд грн на початку 2008 р. до 136,2 млрд грн наприкінці 2010 р.)

⁴ Із 7% річних у січні 2008 р. до 22–25% річних у січні 2010 р. (Доходність ОВДП на первинному ринку, щомісяця; http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=44580). І це вже не кажучи про випуск у 2009 р. ПДВ-облігацій, які продавалися на ринок зі значним дисконтом, а відповідно, ще більш високою доходністю.

⁵ Із 14% річних у січні 2008 р. до 27% у січні 2009 р. (Вартість кредитів за даними статистичної звітності банків України, без урахування овердрафту, http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=44580).

⁶ Восени 2008 р. гривня, девальвувавши на 62,3% відносно долара і на 54,8% відносно євро, увійшла в трійку країн – світових "лідерів" падіння національних валют.

⁷ ВВП за 2008 р. скоротився на 15%, а загальний фінансовий результат підприємств України за 2 роки зменшився на 178,3 млрд грн (із прибутку в 135,9 млрд грн у 2007 р. до збитків у розмірі 42,4 млрд грн у 2009 р.).

тенти, які випустили облігації напередодні кризи, почали зтягувати купонні платежі, відмовлятися від дострокового погашення, пропонувати інвесторам умови щодо реструктуризації облігаційних позик або взагалі відмовилися від виконання своїх зобов'язань, використовуючи прогалини у чинному законодавстві.

До 2008 р. дефолти в Україні були досить епізодичним явищем. За даними РА "Кредит-Рейтинг", за 2005–2007 р. їх було лише 7, натомість упродовж наступних трьох років (2008–2010) було зафіксовано 106 дефолтів⁸ як так званих "технічних"⁹, так і фактичних (відмова платити за облігаціями взагалі), певна частка яких мала наслідком не реструктуризацію зобов'язань, а банкрутство емітента.

Серед емітентів, які прострочили або взагалі не виконали свої зобов'язання, наявні компанії з різних секторів економіки, але найбільш відомими на ринку були дефолти компаній-ртейлерів (ТОВ "КАРАВАН"¹⁰, ТОВ "РУШ", ТОВ "ОМЕГА", ТОВ "ТК "Интермаркет", ТОВ "СІТІ Ком"), підприємств харчової галузі (ТОВ "Інсахарпром-К", ТОВ "Черкаська птахофабрика", ЗАТ ПК "Поділля"), будівельних компаній і навіть банків (АКБ "Імексбанк", АТ АБ "Укргазбанк", АКБ "Європейський", АБ "Кредитпромбанк"). Загалом відсоток дефолтів від загальної кількості компаній, що отримали кредитний рейтинг, зріс із 0,56% у 2005 р. до 10,12% у 2009 р.¹¹

Узагалі дефолти не були етапом, притаманним лише фінансовому ринку України. У 2009 р. кількість дефолтів у світі сягнула рекордних позначок, а відсоток дефолтів від загальної кількості компаній, що отримали кредитний рейтинг, був співставний з українськими значеннями¹².

⁸ За даними РА "Кредит-Рейтинг", у 2008 р. за відсотковими облігаціями було зареєстровано дефолтів (насамперед технічних) на суму 0,49 млрд грн, у 2009 р. – на суму 1,25 млрд грн.

⁹ Тимчасове порушення умов розрахунку за борговими зобов'язаннями за наявності готовності емітента здійснити необхідні розрахунки в строки та в обсягах, які будуть узгоджені з кредиторами.

¹⁰ Найбільш відомий на фондовому ринку скандал стався з облігаціями торгової мережі "Караван". Ртейлер спочатку прострочив купонні виплати, а потім оголосив про достроковий викуп облігацій за половину номінальної ціни. Щоб захиститися від претензій кредиторів, власники компанії, за інформацією, розміщеною на сайті СРО "Українська асоціація інвестиційного бізнесу" (УАІБ), без відома облігаціонерів списали з балансу емітента облігацій (ТОВ "Караван") активи та перевели в компанію "Адвентіс", яка веде фінансово-господарську діяльність у київському гіпермаркеті "Караван". Ще в 2009 р. у відношенні ТОВ "Караван" було порушено кримінальну справу. Однак інвестори досі так і не змогли повернути свої гроші.

¹¹ Докладніше див.: Аналіз дефолтів по облигаціонным выпускам за 2005-2009 гг. (http://www.denga.com.ua/index.php?option=com_content&task=view&id=2815).

¹² Кількість компаній, що мали рейтинг Standard & Poor's та оголосили дефолт в 2009 р., зросло до максимального рівня принаймні з 1981 р. 260 компаній не змогли розплатитися за боргами або пропускали процентні та основні виплати з початку 2009 р., тоді як у 2008 р. цей показник становив 126. До цього рекордним був 2001 р. із 229 компаніями (http://www.ukrudprom.ua/news/CHislo_defoltov_kompaniy_dostiglo_maksimuma.html).

За даними міжнародного рейтингового агентства Moody's Investors Service, в 2009 р. було зафіксовано рекордну кількість корпоративних дефолтів у Європі. Частка корпоративних дефолтів за паперами спекулятивної категорії в Європі в 2009 р. різко зросла до 11,6% порівняно з аналогічним показником роком раніше на рівні 2%. Кількість корпоративних дефолтів у нефінансовому секторі в 2009 р. різко зросла, при цьому обсяг дефолтної заборгованості компаній сектора збільшився у 2 рази порівняно з аналогічним показником в 2008 р. У 2008 р. лівова частка неплатежів (90%) припадала на банки та інші фінансові установи, тоді як у 2009 р. невиконання зобов'язань розподілилася порівну між компаніями фінансового та нефінансового сектора (http://www.uabanker.net/daily/2010/04/040910_0840.shtml).

Однак суто українською особливістю є відсутність у чинному законодавстві дієвих механізмів захисту прав облігаціонерів у випадку, якщо емітент не виконує свої зобов'язання.

При цьому слід зазначити, що проблеми, пов'язані з *незахищеністю інвесторів і складністю проведення реструктуризації* виявилися набагато раніше, ніж світ і Україну охопила фінансова криза, але в значно меншому масштабі. Незначний обсяг ринку, поодинокі випадки невиконання зобов'язань за облігаціями не створювали помітного суспільного резонансу і залишилися поза увагою регулятора. Відповідно взаємовідносини боржників із кредиторами, навіть якщо і виходили за межі дії законів, залишались виключно внутрішньою, особистою справою – сторони або домовлялися про якісь (зазвичай не вигідні та збиткові для інвестора) умови погашення зобов'язань, або кредитори-"благодійники" списували борг як безнадійний, розуміючи безперспективність та надмірну вартість судової тяганини.

Загалом передбачувана, але тим не менш раптова масовість та "гучність" дефолтів в період кризи, незрозумілі рішення судів, які ще більше загострили проблему відсутності законних шляхів захисту інтересів кредиторів/інвесторів, недостатньо чітка позиція регулятора змусили фінансову спільноту почати говорити про це вголос і зробити облігаційну проблематику об'єктом загальнонаціональної дискусії. З цього боку можливо кризу слід розглядати навіть як умовно-позитивне явище для ринку.

Унаслідок згаданої вище ситуації цілком очікуваним виявилось поступове зменшення частки облігацій підприємств у активах інституційних інвесторів¹³, що стало додатковою причиною звуження цього сегмента ринку. І хоча за період з 2010 р. до весни 2012 р. ринок корпоративних облігацій виявляв певні ознаки активізації, статистичні показники значно нижчі, аніж пікові показники, які ринок демонстрував у 2007 р. Так,

- обсяги первинних розміщень корпоративних облігацій у 2011 р. зросли до 35,7 млрд грн, що у 3,5-3,7 рази більше за показники 2009–2010 р., але водночас на чверть менші за обсяги розміщень 2007 р. При цьому кількість зареєстрованих випусків корпоративних облігацій у 2010–2011 рр. була у 5–7 разів менша не тільки за показники 2007 р., але й навіть за показники 2008–2009 рр.;

- після дна ринку, досягнутого у 2010 р., коли обсяги біржових торгів облігаціями підприємств скоротилися до 6,7 млрд грн (у 2,5 рази менше за показники 2007–2008 рр.), у 2011 р. було зафіксовано активізацію торгів цього сегмента біржового ринку – їхній обсяг становив 21,5 млрд грн (на чверть більше за показники 2007–2008 рр.);

- привабливість облігацій підприємств як біржових інструментів у 2010–2011 рр. продовжувала зменшуватися – частка біржових договорів з облігаціями підприємств становила 5–9% – найменший показник із 2002 р.;

- не на краще змінилася структура біржових торгів облігаціями підприємств у розрізі первинного розміщення та вторинного обігу.

Наразі розвиток біржового ринку облігацій визначається майже винятково динамікою первинного ринку, частка якого зросла з 1–2% у 2005–2007 рр. до 66–76% у 2009–2011 рр. Можна, звісно, позитивно ставитися до постійного збільшення обсягів залучення коштів емітентами облігацій, але зменшення у 9 разів обсягів вторинних біржових торгів облігація-

¹³ Із 2008 по 2011 рр. частка корпоративних облігацій у сумарних активах страховиків, ІСІ та НПФ скоротилася вдвічі – з 13,8 до 6,6%.

ми у 2010 р. порівняно з 2007–2008 рр. свідчить про суттєве скорочення ліквідності біржового обігу інструментів корпоративного боргу.

Сьогоднішній стан економіки, зовнішньо- та внутрішньополітична ситуація в Україні хоч і значно відрізняються від кризових, але водночас не гарантують якісного покращення у фінансовій сфері. Незавершеність реформ законодавства, що покликані поліпшити інвестиційний клімат у державі, відплив капіталу іноземних інвесторів, девальваційні очікування населення, тривала криза банківської ліквідності, з якою пов'язане підвищення депозитних ставок на вклади в національній валюті, незадовільна якість активів, що перебувають в обігу на українських біржах – усі ці фактори сприяють збереженню негативних прогнозів щодо перспектив розвитку вітчизняного ринку капіталу.

Переважаюча частина населення – потенційних приватних інвесторів – продовжує тримати грошові ресурси на банківських депозитах, які вважаються менш ризиковим інструментом інвестування, навіть незважаючи на загальний низький рівень довіри до банківської системи¹⁴. При тому професійні, інституційні інвестори переважно інвестують в інструменти хоч

і з нижчою ставкою доходу, але з гарантованим рівнем надійності – в державні цінні папери.

Саме завдяки позитивній динаміці біржового та позабіржового ринків ОВДП, що стало наслідком проведення державою активних заходів щодо стимулювання розвитку державних запозичень і поодиноких великих випусків облігацій, що були проведені банками та державними підприємствами, довіра до яких у інвесторів ще збереглася, спостерігаємо не тільки стійку стабілізацію, але навіть і незначне збільшення обсягів торгових операцій на національному ринку капіталу. Тим не менш, ані самі обсяги, ані темпи їхнього зростання, не можуть вважатись задовільними, оскільки сама лише тенденція не створює будь-яких помітних наслідків для загального стану економіки держави.

Для виправлення становища вочевидь потрібні швидкі консолідовані та ефективні дії всієї професійної спільноти – починаючи від законодавців і закінчуючи рядовими учасниками ринку. Кінцевою метою має бути значне зростання рівня ліквідності, впровадження нових фінансових інструментів для інвесторів, і, як наслідок, підвищення рівня інвестиційної привабливості держави і приплив коштів в економіку.

¹⁴ За III кв. 2011 р. загальний обсяг інвестицій у цінні папери скоротився на 80,4%, в IV кв. – на 50,1% (порівняно з аналогічними періодами 2010 р.), а за весь 2011 р. таке скорочення становило 48%.