

витии региона, но и на развитии экономики Украины в целом. Дальнейшее расширение депозитных услуг, стабильная процентная политика, эффективное управление денежными потоками даст возможность сформировать стабильный ресурсный потенциал для осуществления банками активной деятельности в сфере инвестиционного кредитования.

Источники и литература

1. Бюллетень Главного управления Национального Банка Украины в Автономной Республике Крым. – №1. – 2005.
2. Бюллетень Главного управления Национального Банка Украины в Автономной Республике Крым. – №1. – 2006.
3. Бюллетень Главного управления Национального Банка Украины в Автономной Республике Крым. – №1. – 2007.
4. Бюллетень Главного управления Национального Банка Украины в Автономной Республике Крым. – №1. – 2008.

ПАЛАБУЮК Э.Н.

ОСОБЕННОСТИ ИНВЕСТИРОВАНИЯ В КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИИ В УКРАИНЕ В УСЛОВИЯХ ФИНАНСОВОГО КРИЗИСА

Украинские предприятия в условиях финансового кризиса 2008 года, кроме прочих, столкнулись с проблемой привлечения заемных ресурсов в связи с ограничением доступа к банковским кредитам. Альтернативным источником денежных ресурсов является выпуск предприятием корпоративных облигаций. Исследовать такую возможность с точки зрения инвестора – покупателя данных ценных бумаг и определить перспективы развития инвестирования в корпоративные облигации предприятий в Украине в условиях кризиса является целью данной статьи.

Покупка корпоративных облигаций для инвестора в стабильной экономической ситуации дает определенные преимущества в сравнении с другими инвестициями:

- получение прогнозируемого дохода;
- высокий процент доходности;
- возможность оферты (досрочного выкупа);
- возможность выполнения операций РЕПО;
- диверсификация инвестирования денежных средств;
- приоритет в удовлетворении претензий в случае банкротства эмитента.

Однако в условиях финансового кризиса кредитный риск для рассматриваемых инструментов значительно возрастает.

Рассмотрим основные присущие корпоративным облигациям типы рисков (рис. 1).

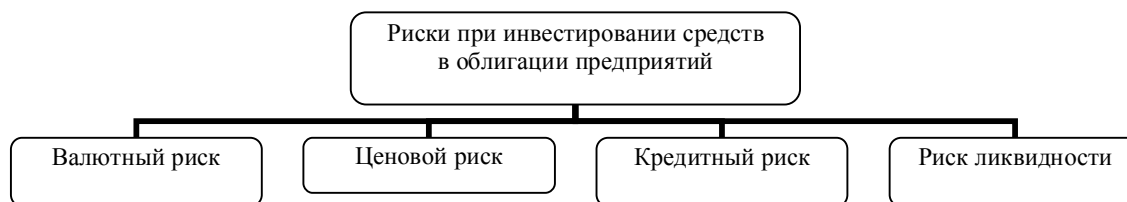


Рис. 1. Типы инвестиционных рисков

Источник: [1, с. 401]

Покупая облигации, доходы по которым платятся в гривнях, иностранный инвестор подвергается валютному риску. Целесообразно перевести его на эмитента, чтобы снизить общий инвестиционный риск, а для этого следует номинировать облигации в валюте инвестора. При необходимости курсовые потери эмитента, возможно, компенсировать снижением требований к величине обещанной доходности [1].

Инвестору важна определенность будущих доходов для обеспечения стабильности своих финансовых планов. Для этого ему нужно знать, как изменится цена облигации с известными купоном и сроком до погашения в случае изменения процентных ставок. Ответ на этот вопрос дает аппроксимация (приближенное значение) процентного изменения цены при изменении рыночной доходности.

Риск невыполнения эмитентом своих обязательств (кредитный риск) определяется вероятностью возникновения таких обстоятельств и величиной потерь, которых при этом испытывает инвестор.

Снижение кредитного риска возможно путем снижения удельного веса дюрации в срок к погашению, которое достигается увеличением ставки купона, назначенной во время выпуска облигации.

Риск ликвидности инвестиций связан с низкой ликвидностью отдельных объектов инвестирования на рынке корпоративных облигаций или с большой длительностью инвестиционного процесса. При наличии

данного риска инвестор имеет право рассчитывать на дополнительный доход в виде премии за ликвидность.

Финансовый риск это преимущественно потерянные возможности. Специфической особенностью рынка ценных бумаг является то, что здесь риск возникает и в том случае, когда курс купленных облигаций не падает, а растет. Однако этот рост происходит не так быстро, как надеялся владелец [2, с.41]

Примерно с 2000-го по начало 2008 года украинские корпоративные облигации считались высокопривлекательным инвестиционным инструментом, как среди украинских, так и зарубежных инвесторов. Доходность долговых бумаг отечественных эмитентов существенно превышала проценты по бумагам западных аналогичных компаний (12-15% против 4-8%). При этом риск вложений в украинские облигации был невысоким: с 2000-го по 2007-й по бондам внутреннего займа произошел лишь один дефолт (компания «Агропродукт» в 2005 году) [4].

И только в 2008-м участились технические дефолты по облигациям - эмитент вовремя не расплатился по своим обязательствам, однако спустя некоторый период погасил их. Было и несколько фактических дефолтов (компания объявила себя банкротами и лишь частично погасили долги): по бумагам Европейского банка реконструкции и сбережений и компании «Витамины». При этом ставки по облигациям в прошлом году значительно выросли: на первичном рынке с 14-15% годовых до 20-23%. На вторичном рынке ставки по отдельным выпускам достигли 40-60% годовых (большинство облигаций сейчас торгуется намного дешевле номинала). Например, бумаги Мироновского хлебопродукта в конце 2008 года торговались на вторичном рынке, на уровне 40% от номинала, НАК «Нафтогаз України» - 42%. При этом участились случаи предъявления облигаций их держателями к оферте (досрочному погашению) [5].

Рост ставок по облигациям связан не только с риском дефолта эмитентов, но и с массовой распродажей бондов инвесторами на облигационном рынке, большинство которых - нерезиденты. Девальвация гривни на 70% с начала 2008-го привела к тому, что теперь иностранные инвесторы терпят убытки при конвертации гривни, полученной в качестве процентов по долговым бумагам, в доллары.

По оценкам аналитиков, в 2009 году 1/3 украинских компаний-эмитентов не сможет расплатиться по облигациям. Самый высокий риск дефолта по бумагам строительных компаний, ритейлеров, некоторых банков. Впрочем, причиной невыплат прогнозируется не только банкротство эмитента [6]. Отсутствие дефолтов по облигациям до 2008 года не стимулировало инвесторов проводить полный анализ платежеспособности заемщиков. Поэтому часть облигационных средств была получена компаниями, не планировавшими их возврат. Мошенники периодически выпускали очередную порцию облигаций и за счет привлеченных денег погашали старые эмиссии. С наступлением экономического кризиса и уходом иностранных инвесторов с украинского облигационного рынка ожидаются невыплаты по фиктивным бумагам.

Отдельные аналитики считают, что рынок еврооблигаций сейчас привлекательнее внутреннего. По мнению экспертов инвестиционной группы «Сократ», отечественные евробонды сегодня недооценены зарубежными инвесторами. Иностранцы пытаются избавиться от украинских еврооблигаций, существенно увеличивая предложение бондов на рынке: они готовы продать бумаги по любой цене, лишь бы получить наличность. Большого спроса на еврооблигации при этом нет. Поэтому евробонды многих украинских компаний торгуются с дисконтом 30-50% к номиналу. В конце 2008 года еврооблигации Интерпайпа с погашением в 2010-м торговались на уровне 40% номинала. В результате бумаги были выкуплены самим эмитентом с дисконтом 53% [5].

По данным агентства CBonds, сейчас в обращении находятся евробонды 27 украинских эмитентов (в том числе муниципалитетов и правительства Украины). Большая часть эмитентов евробондов - банки. По оценкам ИГ «Сократ», наиболее привлекательными корпоративными еврооблигациями являются бумаги Укрэксимбанка, Укрсоцбанка, а также Мироновского хлебопродукта, доходность к погашению которых превышает 35%.

При этом инвесторы имеют возможность заработать на евробондах также за счет возможной девальвации гривни в 2009 г. (в некоторые месяцы стоимость американской валюты может достигать 10-12 UAH/USD), поскольку купоны и номинал выплачиваются в долларах.

Риск не вернуть вложенные в евробонды деньги существует, хотя он значительно ниже риска по корпоративным облигациям. Выкуп еврооблигаций Интерпайпом, с одной стороны, был связан с тем, что бонды компании торговались очень дешево, поэтому корпорация решила сэкономить на погашении долга. С другой - Интерпайп испытывает серьезные финансовые проблемы: по данным агентства Standard & Poor's, в сентябре финансовый долг Интерпайпа составлял \$1 млрд. 16 декабря Standard & Poor's понизило долгосрочный кредитный рейтинг Интерпайпа до CC, а после завершения сделки по выкупу евробондов - до SD (выборочный дефолт).

Проведем анализ факторов роста и снижения доходности еврооблигаций (см. таблицу 1-2).

В целом еврооблигации сейчас выгодны тем, что стоят такие бумаги дешевле номинала, при этом эмитенты заинтересованы в погашении бондов (то есть риск дефолта минимален). Все выпуски евробондов публичны и записываются зарубежными инвесторами в неформальную долговую историю компании (в отличие от выпуска облигаций внутреннего займа). Не погасить еврооблигации - значит, сильно ухудшить кредитную репутацию корпорации или банка и закрыть ей доступ на международный финансовый рынок. А потому единственный риск держателя еврооблигаций в нынешних кризисных условиях - погашение бондов эмитентом по цене ниже номинала, как в случае с Интерпайпом. Однако если инвестор купит бумаги в период кризиса (дешевле номинала), риск не вернуть инвестиции в полном объеме снижается.

Таблица 1. Факторы роста доходности еврооблигаций в 2009 году

Фактор роста доходности	Влияние фактора на возврат инвестиций держателем евробондов	Вероятность влияния фактора на доходность
Девальвация гривни	Фактор крайне негативно влияет на возврат инвестиций	Высокая
Ухудшение экономической ситуации в стране и резкое падение доходов эмитентов	Фактор крайне негативно влияет на возврат инвестиций	Высокая
Ограниченный доступ эмитентов к зарубежным заемным средствам и, как следствие, рост ставок по новым выпускам	Фактор негативно влияет на возврат инвестиций	Высокая
Распродажа еврооблигаций украинских эмитентов иностранными инвесторами	Фактор не влияет на возврат инвестиций	Высокая
Увеличение случаев оферт: инвесторы будут все чаще предлагать эмитентам бумаги к досрочному погашению, вследствие чего эмитенты будут повышать купонные ставки, дабы не платить по бондам сейчас	Фактор негативно влияет на возврат инвестиций	Высокая

Источник: составлено автором

Таким образом, основным фактором роста доходности следует назвать политику НБУ, направленную на ослабление гривни.

Таблица 2. Факторы снижения доходности еврооблигаций в 2009 году

Фактор снижения доходности	Влияние фактора на возврат инвестиций держателем евробондов	Вероятность влияния фактора на доходность
Снижение курса доллара до 5-7 грн. За 1 долл.	Фактор положительно влияет на возврат инвестиций	Низкая
Резкое восстановление и рост украинской экономики в 2009 году	Фактор положительно влияет на возврат инвестиций	Низкая
Возобновление кредитования западными банками	Фактор положительно влияет на возврат инвестиций	Средняя

Источник: составлено автором

Подводя итоги можно сделать следующие выводы:

1. Корпоративные облигации являются альтернативным инструментом привлечения заемных средств для украинских предприятий;
2. В условиях финансового кризиса кредитный риск возрастает как для традиционных инструментов (банковских кредитов), так и для корпоративных облигаций;
3. В условиях снижения стоимости корпоративных облигаций украинских эмитентов инвесторы при значительном риске могут получить сверхприбыль, приобретая облигации на ниспадающем тренде;
4. Осторожным инвесторам аналитики рекомендуют вкладывать деньги в евробонды, которые уже обращаются на рынке, но со сроком погашения в 2011-2013 гг.: в этом случае компании, банки, муниципалитеты и правительство Украины будут погашать бумаги уже после кризиса. Можно также купить еврооблигации новых выпусков. В этом случае купонные ставки по бондам будут по-прежнему высокими, однако риск невыплат по бумагам - минимальный, поскольку погашение таких эмиссий, скорее всего, также будет осуществляться после кризиса.

Следовательно, инвестиции в корпоративные облигации возможны в сложившейся экономической ситуации, однако инвестору обязательно следует учитывать повышенный риск таких инвестиций.

ИСТОЧНИКИ И ЛИТЕРАТУРА:

1. Рид Э., Коммер Р., Гилл Э., Смит Р. Коммерческие банки: Пер. с англ. – М.: Прогресс, 2002. – 650 с.
2. Чемодуров О. Снижение инвестиционных рисков корпоративных облигаций // Экономика Украины – 2006. - №11 – с.46-53.
3. www.bank.gov.ua/Fin_ryn/index.html.
4. www.me.gov.ua/archives/200209.html
5. www.finance.ua/news/15012009.html
6. www.expert.ua/search/financai/02.