

Аналітичний департамент НРА «Рюрік» проаналізував статистичну інформацію ринку облігацій України за результатами 9 місяців 2014 року. Проведений аналіз дозволив зробити ряд нижченаведених висновків.

Поточні макроекономічні тенденції, поряд з запровадженням змін у державному регулюванні, зумовлюють збереження високого рівня закритості ринку цінних паперів. За останніми даними НКЦПФР, загальний обсяг торгів на фондовому ринку України в 2013 році склав 1,68 трлн. грн. проти 2,53 трлн. грн. у 2012 році. При цьому суттєвих змін зазнала структура угод з фінансовими інструментами, що стосується, в першу чергу, угод з векселями, обсяг яких зменшився з 412,1 млрд. грн. до 3,4 млрд. грн.

Така динаміка пояснюється, головним чином, запровадженням податку (акцизу) на відчуження цінних паперів поза організаторами торгівлі. Векселі, які використовувались переважно для реалізації фінансових схем, є специфічним інструментом та не можуть обернутись на фондовій біржі, тому угоди з ними стали занадто витратними. При цьому податок поширюється і на розрахункові операції з векселями, що значно знижує можливості підприємств щодо залучення обігових коштів в умовах гострого дефіциту кредитних та інвестиційних ресурсів.

Ринок знайшов альтернативу векселям у вигляді цінних паперів ІСІ, операції з якими не обтяжені податком та використовуються, як правило, для перерозподілу коштів у межах фінансово-промислових груп та коригування показників фінансової звітності комерційних банків. Так, у 2013 році обсяг контрактів з цінними паперами ІСІ збільшився зі 137,7 млрд. грн. до 496,5 млрд. грн, а їх частка в сукупному обсязі угод зросла з 5,44% до 29,61%.

На засіданні від 14 жовтня 2014 року НКЦПФР Рішенням №1360 затвердила нове «Положення про встановлення ознак фіктивності емітентів цінних паперів та включення таких емітентів до переліку (списку) емітентів, що мають ознаки фіктивності».

На думку НРА «Рюрік», набуття чинності новим Положенням матиме деякий позитивний вплив на функціонування фондового ринку, що полягатиме в подальшому його очищенні від цінних паперів непублічних емітентів та збільшенні частки інвестиційно привабливих інструментів. Разом із тим, підвищення вимог до емітентів призведе, в першу чергу, до зростання вартості реалізації певних фінансових схем з використанням цінних паперів.

У 2013 році Комісія зупинила обіг ЦП близько 6 тис. емітентів, які порушували Закон про акціонерні товариства. Це переважно компанії, створені в процесі масової приватизації та не зацікавлені в залученні коштів через інструменти фондового ринку. Водночас на ринку наразі існує прошарок підприємств, які використовують власні цінні папери для задоволення специфічних потреб суб'єктів господарювання щодо мінімізації податкового навантаження та оптимізації бізнесу. Ці підприємства формально виконують всі вимоги законодавства, тому розширення переліку ознак фіктивності буде означати для них зростання відповідних витрат. При цьому в умовах несприятливого ділового клімату, пов'язаного зі складною соціально-політичною ситуацією в країні та значною зарегульованістю економічних відносин, найближчим часом зберігатиметься стійкий попит на послуги фіктивних емітентів.

Умови доволі жорсткої грошово-кредитної політики в Україні протягом останніх років обмежують можливості позичальників користуватись довгостроковим фінансуванням під адекватні відсоткові ставки, що могли б покриватись ростом виручки та прибутковості діяльності. При цьому макроекономічні умови та очікування їх подальшого ускладнення протягом 9 місяців 2014 року зумовлювали збереження доволі високих кредитних ризиків для інвесторів у суверенні боргові зобов'язання, у корпоративні цінні папери та банківські продукти.

Незважаючи на несприятливу ринкову кон'юнктуру та деяке очищення фондового ринку від «сміттєвих» цінних паперів, в цілому за підсумками 9 місяців 2014 року відбулось збільшення обсягів операцій з цінними паперами. Обсяг торгів на фондових біржах України за 9 місяців 2014 року становив 473,82 млрд. грн. (348,13 млн. грн. за підсумками аналогічного періоду 2013 року). Проте, як і раніше, зростання відбулось, у першу чергу, за рахунок подальшого підвищення активності на ринку державних облігацій, частка операцій з якими за підсумками 2013 року склала близько 74%, а за підсумками 9 місяців 2014 року – близько 89%.

Протягом 9 місяців 2014 року українські фінансові ринки діяли в умовах подальших девальваційних очікувань та адміністративних методів регулювання валютного ринку. В умовах скорочення основних показників реального сектору економіки, який є досить чутливим до кон'юнктури зовнішніх ринків сировини, та за відсутності вагомим передумов для покращення ділового клімату в найближчій перспективі, фондовий ринок України, як індикатор тенденцій розвитку реального сектору економіки, зміщує акценти з пайових інструментів на інструменти з фіксованою доходністю.

Зміщення вищенаведених фокусів інвесторів відобразилось на структурі торгів цінними паперами на біржовому ринку в розрізі інструментів. Так, обсяг торгів з акціями за підсумками січня-вересня 2014 року становив 14,56 млрд. грн., або 3,08% сукупного обсягу (45,33 млрд. грн. у 2013 році; 23,44 млрд. грн. у 2012 році; 79,43 млрд. грн. у 2011 році). Натомість, частка операцій з облігаціями (облігації підприємств, державні облігації України, облігації місцевих позик) зросла з 84,62% до 94,59% за рахунок збільшення частки операцій з державними облігаціями (з 74,02% до 89,35%). Питома вага операцій з облігаціями підприємств скоротилась з 10,41% до 5,12%.

Слід зазначити, що у серпні 2014 р. торги з державними облігаціями досягли історичного максимуму та склали близько 121 млрд. грн. за рахунок нових випусків ОВДП, в тому числі ПДВ-облігацій. Також збільшення обсягів торгів з ОВДП зумовлено зростанням номінальної вартості валютних ОВДП внаслідок девальвації національної валюти. Разом із тим, основною передумовою розвитку ринку ОВДП є державна політика щодо покриття дефіциту бюджету шляхом емісії нових боргових зобов'язань. Це, з одного боку, сприяє підтриманню ліквідності фондового ринку, проте з іншого – дає розвиток інфляційним процесам в країні (за 10 місяців 2014 року офіційний рівень інфляції склав 19%), які стримуються переважно за рахунок скорочення поточного споживання.

Одночасно з цим спостерігається збереження високого рівня концентрації угод на фондових біржах. Так, на ТОП-3 організатори торгівлі у січні-вересні 2014 року припадало 97,30% загального обсягу контрактів на організованому ринку. Січень-вересень 2014 року виявились найбільш успішними для ФБ Перспектива, на якій було здійснено 80,37% загального обсягу біржових угод (переважно угоди з ОВДП). Частки ФБ ПФТС та УБ в загальному обсязі біржових угод склали відповідно 15,58% та 1,35%.

На ринку державних облігацій безумовними лідерами за обсягом здійснених операцій за підсумками 2012 року були ФБ Перспектива та ФБ ПФТС. При цьому протягом 2013 року відбулось суттєве розширення частки операцій з державними облігаціями на ФБ Перспектива – з 58,91% до 80,39%. За підсумками 9 місяців 2014 року ФБ Перспектива та ФБ ПФТС утримували відповідно 86,96% та 12,98% біржового ринку ОВДП. На інших фондових біржах обсяг операцій з державними цінними паперами був незначним.

Лідером за обсягом контрактів з облігаціями підприємств за підсумками 2013 року була ФБ ПФТС, частка якої у цьому сегменті складала 56,61%. За підсумками 9 місяців 2014 року біржа наростила свою частку до 69,82%.

Обсяг випусків цінних паперів є одним з головних показників розвитку фондового ринку. Загальний обсяг випусків емісійних цінних паперів, зареєстрованих НКЦПФР, станом на 01.10.2014 р. складав 1,42 трлн. грн. Протягом 9 місяців 2014 року НКЦПФР зареєструвала випуски емісійних цінних паперів на загальну суму 66,91 млрд. грн. (86,54 млрд. грн. за аналогічний період 2013 року).

НКЦПФР за 9 місяців 2014 року зареєструвала 125 випусків облігацій підприємств на суму 24,38 млрд. грн. (183 випуски на суму 25,99 млрд. грн. в аналогічному періоді 2013 року). У січні-вересні 2014 року комерційні банки здійснили емісію облігацій на загальну суму 5,25 млрд. грн., а страхові компанії облігації взагалі не випускали. Таким чином, тенденція останніх 10 років (найбільшою питомою вагою в загальному обсязі зареєстрованих випусків облігацій характеризувались облігаційні випуски підприємств) збереглася.

В поточних ринкових умовах здійснювати значні за обсягом емісії здатні лише великі державні підприємства та найбільші комерційні банки. Разом з тим, такі випуски за умовами розміщення, як правило, є приватними. Емітенти, що виходять на публічний ринок, досить часто мають труднощі з розміщенням облігацій. Так, у 2014 р. не змогли розмістити свої облігації ОТП Банк (серія А на суму 250 млн. грн.) та Укрсоцбанк (серія L на аналогічну суму). При цьому значна частина публічних розміщень продовжує носити технічний характер та є недоступною для відкритого ринку (так звані «квазіпублічні випуски»).

За видами економічної діяльності на ринку корпоративних облігацій переважають випуски інфраструктурних підприємств (управління, телекомунікації, транспорт, технічна діяльність), більшість з яких перебувають у державній власності та є природними монополістами. При цьому на ринку присутня значна кількість облігацій, емітованих підприємствами без чітко вираженої спеціалізації. Такі емітенти досить часто використовують кошти, залучені шляхом розміщення облігацій, не за напрямками, вказаними в проспекті емісії. Крім того, для їх випусків характерні недостатня забезпеченість номіналу і відсотків за облігаціями, що, в свою чергу, зумовлює високий рівень боргового навантаження.

Інвестиції в такі інструменти є високоризиковими, що в більшості випадків підтверджується кредитними рейтингами спекулятивних рівнів. Як показує практика, кредитний рейтинг може бути ефективним регуляторним інструментом, що дозволяє відокремити ринкові випуски від неринкових та спростити процес прийняття інвестиційних рішень. При цьому велика кількість емітентів корпоративних облігацій не тільки не використовує кредитний рейтинг як інструмент підтвердження кредитоспроможності облігацій, але й свідомо йде на порушення законодавства. Це свідчить про високий ступінь непрозорості вітчизняного ринку облігацій підприємств та вказує на те, що значна частка публічних емісій здійснюється не з метою фінансування інвестиційних проектів чи поповнення оборотних коштів, а для реалізації певних фінансових схем.

У січні-вересні 2014 року Міністерству фінансів України шляхом випуску ОВДП вдавалось досить активно залучати кошти в бюджет. При цьому розриви між обсягом запропонованих до розміщення та розміщених ОВДП перевищили аналогічні розриви, наявні в 2010 році. На думку НРА «Рюрік», це пов'язано з деяким зниженням попиту на ОВДП з боку комерційних банків, які в умовах нестабільної політико-економічної ситуації спрямовують свої зусилля на нарощування первинних резервів ліквідності. Загальний обсяг ОВДП, що перебувають в обігу, станом на 01 жовтня 2014 року складав 386,07 млрд. грн. (на 01 січня 2014 року – 247,70 млрд. грн.). При цьому більша частина ОВДП в обігу перебуває у власності НБУ (69,00%) та комерційних банків (22,29%).

Низька ліквідність ринку облігацій підприємств пояснюється доволі

вузьким колом інвестиційно привабливих корпоративних боргових інструментів. Після кризи 2008-2009 років, яка супроводжувалась великою кількістю дефолтів за корпоративними облігаціями, найбільші інституційні інвестори в особі комерційних банків більш ретельно вибирають напрями використання коштів, і захищені державою цінні папери в поточних умовах виглядають найбільш надійно. Основною перевагою ОВДП є можливість залучення рефінансування НБУ під їх заставу в автоматичному режимі. Крім того, ресурсна база банківських установ, яка формується переважно короткостроковими коштами фізичних осіб, є обмеженою за строками вкладення, в той час як корпоративні облігації обертаються мінімум 2-3 роки.

За даними інформаційного агентства *Cbonds*, лідером за обсягами угод з ОВДП на біржовому та позабіржовому ринках за підсумками III кварталу 2014 року були Ощадбанк (32,96%), ІСУ (24,90%), та Укргазбанк (8,83%). НРА «Рюрік» відзначає відносно високий рівень концентрації вторинного ринку ОВДП (біржовий та позабіржовий ринки) – на ТОП-3 торговці припадало 66,69% (41,80% у 2013 році) здійснених угод з ОВДП, на ТОП-10 – 92,04% (77,84% у 2013 році).

Таким чином, беручи до уваги поточні проблеми та перспективи розвитку ринку облігацій України, НРА «Рюрік» вважає, що за підсумками 2014 року відбудеться подальше розширення ринку державних цінних паперів, в той час як на ринку корпоративних облігацій обсяг реалізації нових запозичень буде значно нижчим, ніж обсяг викуплених та погашених випусків.

Огляд підготовлено аналітичним департаментом НРА «Рюрік» на основі офіційних даних НБУ (режим доступу: <http://bank.gov.ua>), НКЦПФР (режим доступу: <http://www.ssmc.gov.ua>), Міністерства фінансів України (режим доступу: <http://www.minfin.gov.ua>), Державного комітету статистики України (режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>), Української асоціації інвестиційного бізнесу (режим доступу: <http://www.uaib.com.ua>), фондової біржі ПФТС (режим доступу: <http://www.pfts.com>), Української біржі (режим доступу: <http://www.ux.ua>), фондової біржі «Перспектива» (режим доступу: <http://fbp.com.ua>), інформаційного агентства *Cbonds* (режим доступу: <http://www.cbonds.info>).

Повні версії аналітичних оглядів завжди є у вільному доступі на офіційному сайті НРА «Рюрік» (<http://rurik.com.ua>).

Відповідальний за випуск:

Директор з розвитку НРА «Рюрік», к.е.н.,
Долінський Леонід Борисович, тел. (044) 383-04-76.

Відповідальний аналітик:

Старший фінансовий аналітик,
Ткаченко Микола Анатолійович, тел. (044) 484-00-53, вн. 109.

НРА «Рюрік»

☎ **04053 Україна, м. Київ, вул. Артема, 52а**

+38 (044) 383-04-76, +38 (044) 484-00-53

e-mail: info@rurik.com.ua

www.rurik.com.ua