

Аналітичний департамент НРА «Рюрік» проаналізував статистичну інформацію ринку облігацій України за результатами 2013 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 даними АРІФРУ, у 2013 році із понад 20 тис. емітентів цінних паперів свої річні звіти опублікувало близько 7 900 емітентів, в той час як у минулому році цей показник становив близько 8 900. Даний факт є підставою для застосування НКЦПФР штрафних санкцій за нерозкриття інформації, проте більшість емітентів, які не опублікували свої річні звіти, з високою імовірністю є фіктивними, тому єдиним дієвим заходом може виявитись лише скасування обігу випущених ними цінних паперів.

Так, НКЦПФР 22.11.2013 р. повідомила про зупинення протягом 2013 року обігу цінних паперів близько 6 тис. емітентів. Основна причина – порушення закону про акціонерні товариства. Підприємства більше двох років не подавали до комісії регулярну річну інформацію, а також не перереєстрували форму власності.

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 у 2013 році зумовлювали збереження доволі високих кредитних ризиків для інвесторів у суверенні боргові зобов'язання, у корпоративні цінні папери та банківські продукти.

При цьому, незважаючи на несприятливу ринкову кон'юнктуру та деяке очищення фондового ринку від «сміттєвих» цінних паперів, в цілому за підсумками 2013 року відбулось збільшення обсягів операцій з цінними паперами. Обсяг торгів на фондових біржах України в 2013 році становив 474,63 млрд. грн., що на 79,61% більше, ніж за підсумками 2012 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 2012 року склала близько 68% від загального обсягу біржових контрактів, а в 2013 році – близько 74%.

Протягом 2013 року українські фінансові ринки діяли в умовах девальваційних очікувань (які значно посилювались наприкінці року у зв'язку з нестабільною

політичною ситуацією) 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 вагомих 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 дохідністю.

Зміщення вищенаведених фокусів інвесторів відобразилось на структурі торгів цінними паперами на біржовому ринку в розрізі інструментів. Обсяг торгів з акціями за підсумками 2013 року становив 45,33 млрд. грн. або 9,55% сукупного обсягу (23,44 млрд. грн. або 8,87% у 2012 році; 79,43 млрд. грн. або 33,68% у 2011 році).

Частка операцій з облігаціями (облігації підприємств, державні облігації України, облігації місцевих позик) зросла з 80,18% до 84,62% за рахунок збільшення частки операцій з державними облігаціями (з 67,78% до 74,02%), а також частки операцій з облігаціями підприємств (з 9,98% до 10,41%). При цьому в 2013 році продовжилось «заморожування» ринку муніципальних облігацій, частка контрактів за якими знизилась з 2,42% до 0,19%. Поточна ситуація на ринку облігацій місцевих позик пояснюється нездатністю місцевих бюджетів конкурувати з державою, яка відтягує на себе левову частку ліквідності на внутрішньому ринку запозичень.

Одночасно з цим спостерігається збереження високого рівня концентрації угод на фондових біржах. Так, на ТОП-3 організатори торгівлі у 2013 році припадало 93,95% загального обсягу контрактів на організованому ринку (98,29% за підсумками 2012 року). 2013 рік виявився найбільш успішними для ФБ Перспектива, на якій було здійснено 67,39% загального обсягу біржових угод. Частки ФБ ПФТС та УБ в загальному обсязі біржових угод склали відповідно 23,80% та 2,30%.

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%. На інших фондових біржах обсяг операцій з державними цінними паперами був незначним.

Лідером за обсягом контрактів з облігаціями підприємств за підсумками 2012 року була ФБ ПФТС, частка якої у цьому сегменті складала 48,34%. У

2013 році біржа збільшила свою частку до 56,61%. Одночасно з цим в операціях з корпоративними облігаціями суттєво знизилась частка ФБ Перспектива, яка за результатами 2013 року складала 24,10% (40,18% результатами 2012 року). Частка операцій з облігаціями підприємств на УБ залишилась приблизно на тому самому рівні – за підсумками 2013 року вона збільшилась з 4,15% до 4,64%. На інших організаторах торгівлі за підсумками 2013 року було виконано 14,65% обсягу операцій з корпоративними облігаціями.

Торгівля муніципальними облігаціями за результатами 2012 року перейшла з УБ (53,28% обсягу торгів муніципальними облігаціями на організаторах у 2011 році) до ФБ Перспектива (80,96% за 2012 рік). Протягом 2013 року ФБ Перспектива закріпила своє домінуюче положення на ринку облігацій місцевих позик – її частка у даному сегменті зросла до 95,07%. Проте, як уже зазначалось, у 2013 році торгівля муніципальними облігаціями майже не здійснювалась.

Обсяг випусків цінних паперів є одним з головних показників розвитку фондового ринку. Загальний обсяг випусків емісійних цінних паперів, зареєстрованих НКЦПФР, станом на 01.01.2014 р. складав 1 349,83 млрд. грн. Серед фінансових інструментів за 2013 рік найбільші обсяги випусків було зареєстровано за акціями (44,70%), облігаціями підприємств (31,00%) та інвестиційними сертифікатами пайових інвестиційних фондів (19,95%).

НКЦПФР за 2013 рік зареєструвала 304 випуски облігацій підприємств на суму 44,76 млрд. грн., що на 12,89% менше, ніж у 2012 році. Скорочення первинного ринку корпоративних облігацій у вартісному виразі супроводжувалось зменшенням кількості зареєстрованих випусків (332 випуски корпоративних облігацій у 2012 році). Таким чином, середній обсяг облігаційного випуску за підсумками 2013 року становив 147,24 млн. грн. (154,78 млн. грн. за підсумками 2012 року).

У 2013 році комерційні банки здійснили емісію облігацій на загальну суму 8,04 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.

Протягом 2013 року НКЦПФР зареєструвала декілька значних за обсягом випусків облігацій підприємств: ДП «Державне агентство автомобільних доріг України» (серії H-J на суму 5 млрд. грн.); Державна іпотечна установа (серії Z2-A3 на суму 5 млрд. грн.);

НАК «Нафтогаз України» (серії А-С на суму 4,8 млрд. грн.); ТОВ «ЕСУ» (серія С на суму 4,61 млрд. грн.); ПАТ КБ «Приватбанк» (серія У на суму 3 млрд. грн.).

Таким чином, в поточних ринкових умовах здійснювати значні за обсягом емісії здатні лише державні інфраструктурні підприємства та найбільші комерційні банки, проте, наведені випуски за умовами розміщення є непублічними. В цілому, частка приватних випусків у загальному обсязі емісій корпоративних облігацій складає близько 64%. Це, в свою чергу, свідчить про те, що на даному етапі великі емісії можуть знайти платоспроможний попит лише при наявності вузького кола зацікавлених інвесторів, в той час як розміщення на відкритому ринку може і не відбутись.

Результати первинного ринку корпоративних облігацій вказують на наявність структурних скосів в бік інфраструктурної сфери (управління, телекомунікації, транспорт, технічна діяльність), більшість підприємств якої перебувають у державній власності та є природними монополістами. Частка випусків, яка припадає на вказані види діяльності, за підсумками 2013 року склала 45,3% від загального обсягу емісій. На випуски компаній фінансового сектору припадало 37,50% (в тому числі 18% – випуски комерційних банків), на випуски в сфері будівництва та операцій з нерухомістю – 11,73%; частка інших секторів була незначною.

Також слід зазначити, що наведена структура випусків з високою ймовірністю не відображає фактичний розподіл за видами діяльності. Як показує практика, емітенти без чітко вираженої спеціалізації досить часто використовують кошти, залучені шляхом розміщення облігацій, не за напрямками, вказаними в проспекті емісії. Крім того, для таких випусків характерні недостатня забезпеченість зобов'язань за номіналом і відсотками за облігаціями власним капіталом, грошовими потоками та ліквідними активами емітента, а також близькі до встановленого законодавством максимуму обсяги емісії, що, в свою чергу, зумовлює високий рівень боргового навантаження. Інвестиції в такі облігаційні випуски є високоризиковими, що підтверджується кредитними рейтингами спекулятивних рівнів.

Таким чином, кредитний рейтинг може бути досить дієвим регуляторним інструментом, що дозволяє відокремити ринкові випуски від неринкових та спростити процес прийняття інвестиційних рішень. Незважаючи на це, велика кількість емітентів корпоративних облігацій не тільки не використовує кредитний рейтинг як інструмент підтвердження

кредитоспроможності боргового інструмента з метою підвищення довіри з боку інвесторів, але й свідомо йде на порушення законодавства.

Зі здійснених у 2013 році випусків корпоративних облігацій, які повинні були отримати рейтингову оцінку, кредитний рейтинг підтримується лише за 44% (за обсягом випусків, або 40% за кількістю випусків). Це свідчить про високий ступінь непрозорості вітчизняного ринку облігацій підприємств та вказує на те, що значна частка публічних емісій здійснюється не з метою реалізації інвестиційних проєктів чи поповнення оборотних коштів, а для реалізації певних фінансових схем.

У 2013 році Міністерством фінансів України було розміщено облігацій внутрішніх державних позик на суму 65 221,01 млн. грн., 5 310,73 млн. дол. США та 112,27 млн. євро. Найменш успішним місяцем з точки зору ефективності залучення коштів до бюджету за підсумками 2013 року був вересень: із запропонованих до розміщення ОВДП на суму 7,75 млрд. грн. з середньозваженою дохідністю 14,15% вдалось залучити до бюджету лише 2,75 млрд. грн. з середньозваженою дохідністю 13,69%. Найбільш успішним був липень, коли із запропонованих до розміщення ОВДП загальною сумою 9,14 млрд. грн. з середньозваженою дохідністю 13,38% було залучено всю суму з аналогічним рівнем дохідності.

Загальний обсяг ОВДП, що перебувають в обігу, станом на 01 січня 2014 року складав 247 702,30 млн. грн. (на 01 січня 2013 року – 185 822,23 млн. грн.). При цьому більша частина ОВДП в обігу перебуває у власності НБУ (59,37%) та комерційних банків (30,83%).

Низька ліквідність корпоративних боргових зобов'язань пояснюється їх нижчою порівняно з ОВДП інвестиційною привабливістю. Комерційні банки, у портфелях яких станом на кінець 2013 року перебувало державних облігацій загальною вартістю близько 81 млрд. грн., використовують ОВДП як інструмент ліквідної застави при операціях РЕПО та в якості резервів під валютні депозити.

За даними інформаційного агентства *Cbonds*, лідером за обсягами угод з ОВДП на біржовому та позабіржовому ринках за підсумками 2013 року були Ощадбанк (20,36%), Дельта Банк (11,45%), який майже не торгував ОВДП протягом II півріччя 2013 року, та Укргазбанк (9,99%).

НРА «Рюрік» відзначає відносно високий рівень концентрації вторинного ринку ОВДП – на ТОП-3

торговці припадало 41,80% (52,44% у 2012 році) здійснених угод з ОВДП, на ТОП-10 – 77,84% (83,08% у 2012 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.

Аналітичний департамент НРА «Рюрік» на регулярній основі відслідковує та аналізує поточний стан на тенденції розвитку вітчизняного ринку облігацій, що знаходить своє відображення у відповідних щоквартальних аналітичних оглядах.

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 «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