

# Нотатки з Українського фінансового форуму 2016. День 2-й

м. Одеса 30 вересня 2016 р.

## Панельна дискусія №3: Розвиток фінансових інструментів: сьогодення та очікування

### Учасники:

**Юрій Буца,**  
Заступник Міністра  
фінансів  
**Дмитро Тарабакін**  
Член НКЦПФР,  
**Руслан Демчак**  
Народний депутат,  
заступник голови  
Комітету ВРУ з  
питань фінансової  
політики та  
банківської діяльності,  
**Микола Селехман**  
Заступник директора  
департаменту НБУ,  
**Назар Чернявський**  
партнер юридичної  
фірми Sayenko  
Kharenko,  
**Олег Сердюк**  
Керівник відділу  
операцій на фондовому  
ринку ОТП банку,  
**Руслан**  
**Кільмухаметов**  
Директор з питань  
ринків боргових  
капіталів ICU

Ранкова сесія була присвячена ринкам облігацій: у першу чергу державних облігацій та внутрішніх облігацій від Міжнародних фінансових організацій (МФО).

Впродовж першої частини панелі, модератором якої виступала **фінансовий журналіст Дарина Марчак**, учасники обговорили ситуацію з державними запозиченнями, перспективи розвитку внутрішнього ринку запозичень, його інфраструктуру і політику Мінфіну. Мова йшла про відмову НБУ та МФУ від небезпечної практики прихованого фінансування бюджету, в рамках цієї тенденції відбулась зміна структури покупців на користь ринкових учасників, відбулась зміна структури пропозиції облігацій та попиту на них на користь більш довгострокових інструментів. Це дозволило з початку року залучити з внутрішніх джерел 35.5 млрд гривень і майже 2.5 млрд доларів, а залишок необхідного фінансування, за словами **Юрія Буци, заступника Міністра фінансів**, менше 10 млрд гривень і трохи більше 100 млн доларів. Це, на його думку, дозволяє очікувати, що фінансування з внутрішніх джерел буде виконано у повному обсязі.

Прогнозованість дій Мінфіну, пропозиція широкої лінійки облігацій, відновлення постійної комунікації з первинними дилерами суттєво сприяє покращенню ситуації на ринку, і цілком підтримується і банками, і комісією з цінних паперів. За словами **Олега Сердюка та Дмитра Тарабакіна**, ринок поступово зміщується у більш довгострокові інструменти, віддаючи перевагу валютним ОВДП, та гривневим ОВДП зі строками обігу 2-3 роки.

Однак, на думку всіх учасників панелі, що брали участь у обговоренні державних облігацій, головним питанням залишається інфраструктура ринку. Тут необхідно розвивати ринок страхових компаній та недержавних пенсійних фондів, які можуть стати джерелом для інвестування у більш довгострокові цінні папери. Але для цього ще потрібно також підвищити і ліквідність цього ринку, одним з кроків для чого може стати запровадження інституту маркет-мейкерів, над чим спільно працюють Мінфін, НКЦПФР, НБУ та учасники ринку. Це також дасть Мінфіну індикатив для нових випусків, а спред між умовами котирувань на купівлю і продаж має суттєво звужитися, надаючи інвесторам більш привабливі умови роботи на вторинному ринку.

В ході обговорення було проведено голосування, щодо можливого повернення України на міжнародні ринки запозичень, а також перспектив обсягу платежів по VRI. Результати опитування учасників форуму показали, що ринок очікує повернення

України на міжнародні ринки з найбільшою ймовірністю у 2019 році (майже 46% опитаних), дещо з меншою ймовірністю (лише 37% опитаних) Україна повернеться на ринки у 2018 році, і лише 17% опитаних вважає що є шанс повернення у 2017 році. Що стосується VRI, то лише 16% очікує значних виплат за цим інструментом, і 34 % очікує незначних виплат. При цьому, 50% опитаних вважає що Україна не заплатить за цим інструментом нічого, однак 22% опитаних вважає що це буде наслідком низького темпу зростання реального ВВП, а 28% вважає що до 2021 року нас очікує чергова реструктуризація.

Chart 1. Інтерактивне опитування під час панельної дискусії "Розвиток фінансових інструментів: сьогодення та очікування"



Джерело: ICU.

Коментуючи результати голосування та відповідаючи на запитання модератора панелі щодо імовірності дострокового викупу VRI, Юрій Буца зауважив, що наразі питання полягає в тому, чи можемо ми управляти ліквідністю. Питання полягає в тому, коли ми побудуємо в себе ефективну систему управління ліквідністю, і в цьому полягатиме перспектива викупу того чи іншого інструменту. Це дуже системний процес, і він потребує інтеграції різних систем, ІТ компонент, і тоді вже можна говорити про розбудову алгоритмів і модулів по управлінню ліквідністю, і викупу боргів. Представник НБУ, Микола Селехман додатково зауважив, що навіть зростаючи в підсумку невисокими темпами, але з високою волатильністю, слід не забувати про те, що це може призвести до необхідності платежів, і це теж треба враховувати при прийнятті рішення про викуп VRI.

Chart 2. Інтерактивне опитування під час панельної дискусії "Розвиток фінансових інструментів: сьогодення та очікування"



Джерело: ICU.

Друга частина ранкової панелі була присвячена досвіду випуску корпоративних облігацій, зокрема випуску облігацій МФО. Модератор цієї частини панелі, Сергій Лялін зауважив, що ЄБРР мав досвід випуску облігацій у місцевій валюті в різних країнах, зокрема Росії, Грузії, Вірменії, однак російський досвід випусків був не досить успішним.

**Руслан Кільмухаметов** зауважив, що основною проблемою є суттєва сегментованість ліквідності на внутрішньому ринку, адже 48% ліквідності зосереджено в державних банках, 25% у банках з іноземним капіталом і лише близько 11% у вітчизняних банках. Але впровадження такого інструменту у будь-якій країні відбувається разом з впровадженням в країні стандартів, що відповідають вимогам ЄБРР, кращим світовим практикам, інфраструктури, наявності ринкового індикатора для прив'язки до нього плаваючої ставки. Однак проведені дослідження показують, що такого індикатора наразі в Україні не існує. Це стосується і грошового ринку, і ринку держоблігацій. А отже успіх запровадження такого інструменту в Україні можна буде обговорювати лише згодом, якщо цей інструмент буде випущено, і якщо він допоможе вибудувати міст між кінцевими кредитором і позичальником.

На думку **Назара Чернявського**, ЄБРР та інші МФО підштовхують Україну до змін на ринку цінних паперів, вибудовування інфраструктури. Якщо 10 років тому ЄБРР хотів робити такі випуски, але Україна була не готова до цього, то зараз країна більш зацікавлена у таких інструментах, ніж ЄБРР.

Однак, на думку **Руслана Демчака**, головним кроком має стати прийняття закону щодо окремих видів облігацій, який має допомогти покращити захист інвесторів, оскільки передбачає впровадження в Україні кращих світових практик, зокрема інститут колективного представника, і розширює можливості інвестування у облігації МФО. На його думку головним має стати очищення ринку, підвищення його прозорості та згодом впровадження нових інструментів.

Chart 3. Інтерактивне опитування під час панельної дискусії "Розвиток фінансових інструментів: сьогодення та очікування"



Джерело: ICU.

## Панельна дискусія №4: Інституційна спроможність регуляторів ринків капіталів

Панель була присвячена обговоренню змін до законодавства, які покликані розширити повноваження Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР). Представники ринку вважають, що комісія має достатньо повноважень, і висловили побоювання, що вона може зловживати додатковими повноваженнями.

НКЦПФР наполягає на тому, що їй не вистачає інституційної спроможності для регулювання ринку, виведення з ринку «сміттєвих» цінних паперів і покарання порушників. Мораторій на перевірки не дозволяє здійснювати належний контроль над учасниками ринку. До того ж, існують процедурні перешкоди, так як рішення НКЦПФР підлягають затвердженню у Міністерства юстиції, що, на думку Комісії, значно сповільнює процес. Таким чином, на ринку цінних паперів не відбулось очищення, аналогічній тій, що спостерігалась у банківському секторі.

Chart 4. Інтерактивне опитування під час панельної дискусії "Інституційна спроможність регуляторів ринків капіталів"



Джерело: ICU.

Комісія прагне приєднатись до Багатостороннього меморандуму про взаєморозуміння МОКЦП (IOSCO). НКЦПФР вважає, що це дозволить іноземним інституційним інвесторам отримати доступ на український ринок. Це також має на увазі обмін інформацією між регуляторами держав-членів, які будуть сприяти розслідуванню шахрайства в майбутньому. В даний час всі європейські країни, окрім України і Білорусії, підписали Меморандум.

МВФ вважає, що ці законодавчі зміни повинні були прийняті набагато раніше. І Комісія повинна мати можливість проводити перевірки суб'єктів ринку. Фонд завершив технічну підтримку реформування роботи комісії цього року.

Учасники ринку вважають, що комісія вже має достатньо повноважень, подальше посилення повинно прийти з підвищенням підзвітності установи та ввести відповідальність для її працівників. В даний час НКЦПФР отримує звіти по кожній угоді з цінними паперами. Існує побоювання з приводу конфіденційних даних, до яких Комісія отримує доступ в автоматичному режимі. Учасники ринку виступають за надання доступу до такої конфіденційної інформації за спеціальним дозволом, - за аналогією з силовими відомствами.

Chart 5. Інтерактивне опитування під час панельної дискусії "Інституційна спроможність регуляторів ринків капіталів"



Джерело: ICU.

## Панельна дискусія №5: Інституційні інвестори як база відродження фондового ринку України

### Учасники:

**Олександр Панченко**  
Член НКЦПФР,  
**Олександр Залетов**  
Член Нацкомфінпослуг,  
**Андрій Бахмач**  
Радник віце-прем'єр-  
міністра з соціальних  
питань  
**Костянтин Стеценко**  
керуючий директор ICU

П'ята дискусійна панель була по своїй тематиці продовженням третьої панелі, адже була присвячена саме інфраструктурі ринку в частині інституційних інвесторів, які можуть стати суттєвим довгостроковим інвестором у цінні папери.

Учасники дискусії обговорили у першу чергу питання розподілу функцій Нацкомфінпослуг і їх передачу НКЦПФР і НБУ. На думку **Олександра Залетова**, розподіл – це виклик суспільству, і перший крок до потенційного створення одного мегарегулятора. На думку і О.Залетова, і О.Паченка, розділення функцій має підвищити рівень якості регулювання ринку, адже стандарти регулювання в НБУ і НКЦПФР вищого рівня. При цьому **Андрій Бахмач** зауважив, що при цьому необхідно ставити і питання, як два регулятори будуть взаємодіяти між собою.

Опитування учасників щодо кроків, які допоможуть залучити іноземних інвесторів показало, що із запропонованих варіантів відповідей, більшість (44,9%) вважає, що необхідно провести реформу судової і правоохоронної системи, і 30,6% вважає за необхідне досягти стабілізації та сталого розвитку економіки країни, а ще 22,5% не бачать перспектив для виходу на український ринок у найближчій перспективі.

Однак для всіх інвесторів, як іноземних, так і вітчизняних, головною проблемою є напрями інвестування наявних коштів, що частково продовжило дискусію третьої панелі. Страхіві активи, зокрема, за словами Залетова, вже значно кращі по структурі

інвестування, але проблемою залишається недостатність інструментів для інвестування.

Chart 6. Інтерактивне опитування під час панельної дискусії "Інституційні інвестори як база відродження фондового ринку України "



Джерело: ICU.

**Олександр Панченко** розповів про перспективи змін в регулюванні ринку та впровадження європейських директив, що планує здійснити до 2020 року НКЦПФР. Але наразі за статистикою кількість ліцензій КУА, ІСІ, НПФ скорочується, а інвестфонди з публічним розміщенням займають лише незначну частку ринку. При цьому, частка портфелів, що містять цінні папери емітентів з ознаками фіктивності досі залишається високою, тому ринок очікує ще суттєве очищення.

Виступ **Костянтина Стеценко** був зосереджений на позитивних сторонах ринку, адже реальний ринок зростає. Структура інвестицій стає більш надійною через зростання частки ОВДП в портфелях, а частка акцій суттєво скорочується. К.Стеценко погодився з іншими учасниками дискусії, що ринок потребує більш широкої лінійки інструментів для інвестування і чекає на нові цінні папери. Великі інвестори вже починають використовувати операції РЕПО як альтернативу депозитам.

При цьому, на його думку, що теж перекликається з третьою панеллю, головним що потребує ринок, є впровадження інструментів хеджування, тому необхідне прийняття закону про деривативи і розбудова інфраструктури, спочатку позабіржового ринку впродовж року, і через два-три роки ми можемо мати вже біржовий ринок деривативів.

Про ще один потенційний ресурс для розвитку ринку говорив А.Бахмач, а саме реформу пенсійної систем. На його думку, наразі необхідно навести порядок з солідарною пенсійною системою, і згодом запровадити другий рівень пенсійної системи. Наразі існує проблема дефіциту пенсійного фонду, тому перехід до другого рівня може бути передчасним, але він сформує дуже потужний довгостроковий ресурс для інвестування, і на довгострокову перспективу.

Chart 7. Інтерактивне опитування під час панельної дискусії "Інституційні інвестори як база відродження фондового ринку України "



Джерело: ICU.

## Панельна дискусія №6: Інфраструктура ринків капіталів в Україні

Проблема реформування інфраструктури ринку цінних паперів України залишається відкритою і далекою від вирішення.

В Україні існує надто багато бірж, в результаті чого ліквідність є розмитою між ними. З огляду на зменшення обсягу українського ринку, місцеві біржі мають мало можливостей рости і розвиватися. Тому, об'єднання ринку видається очевидним рішенням для регулятора. Згідно зі Стратегією-2020 завдання консолідації повинно бути вже досягнуто до червня 2017 року. Фрагментація ринку вважають серйозною проблемою і консультанти від ЄБРР, які вказують на економію на масштабі, яку можна досягти при об'єднанні біржової інфраструктури.

Фондові біржі можуть отримати дохід від клірингу шляхом придбання акцій в розрахунковому центрі (РЦ) або в Центральному кліринговому контрагенті. На думку учасників, швидше за все, РЦ доведеться відмовитися від генеральної банківської ліцензії в процесі трансформації.

Найбільші біржі дуже обережні щодо пропонованих змін, вважаючи відсутність хороших емітентів, а не реформування інфраструктури чи фрагментацію ринку - найбільшою проблемою українського фондового ринку. Зростаючі нормативні вимоги спонукають емітентів перереєструватися в приватні акціонерні товариства чи товариства з обмеженою відповідальністю.



Chart 8. Інтерактивне опитування під час панельної дискусії "Інфраструктура ринків капіталів в Україні"



Джерело: ICU.

# Disclosures

## ANALYST CERTIFICATION

This research publication has been prepared by the analyst(s), whose name(s) appear on the front page of this publication. The analyst(s) hereby certifies that the views expressed within this publication accurately reflect her/his own views about the subject financial instruments or issuers and no part of her/his compensation was, is, or will be directly or indirectly related to the inclusion of specific recommendations or views within this research publication.

## EQUITY RATING DEFINITIONS

**Buy:** Forecasted 12-month total return greater than 20%

**Hold:** Forecasted 12-month total return 0% to 20%

**Sell:** Forecasted 12-month total return less than 0%

Note: total return is share price appreciation to a target price in relative terms plus forecasted dividend yield.

## DEBT RATING DEFINITIONS

**Buy:** Forecasted 12-month total return significantly greater than that of relevant benchmark

**Hold:** Forecasted 12-month total return is in line with or modestly deviates from relevant benchmark

**Sell:** Forecasted 12-month total return significantly less than that of relevant benchmark



Office 44, 11th floor, LEONARDO Business Centre  
19-21 Bogdan Khmelnytsky Street  
Kiev, 01030 Ukraine  
Phone/Fax +38 044 2200120

CORPORATE FINANCE TEL. +38 044 2200120

**Makar Paseniuk**, Managing Director  
makar.paseniuk@icu.ua

**Ruslan Kilmukhametov**, Director  
ruslan.kilmukhametov@icu.ua

SALES AND TRADING TEL. +38 044 2201621

**Konstantin Stetsenko**, Managing Director  
konstantin.stetsenko@icu.ua

**Sergiy Byelyayev**, Fixed-Income Trading  
sergiy.byelyayev@icu.ua

**Vitaliy Sivach**, Fixed-Income & FX Trading  
vitaliy.sivach@icu.ua

**Vlad Sinani**, Director,  
Strategy and Corporate Development  
vlad.sinani@icu.ua

**Yevgeniya Gryshchenko**,  
Fixed-Income Sales  
yevgeniya.gryshchenko@icu.ua

RESEARCH DEPARTMENT TEL. +38 044 2200120

**Alexander Valchyshen**  
Head of Research  
alexander.valchyshen@icu.ua

**Alexander Martynenko**  
Head of corporate research  
alexander.martynenko@icu.ua

**Bogdan Vorotilin**  
Financial analyst (Food & Agribusiness)  
bogdan.vorotilin@icu.ua

**Taras Kotovych**  
Senior financial analyst (Sovereign debt)  
taras.kotovych@icu.ua

**Mykhaylo Demkiv**  
Financial analyst (Banks)  
mykhaylo.demkiv@icu.ua

**Lee Daniels, Rolfe Haas**  
Editors

**Investment Capital Ukraine LLC is regulated by Securities and Stock Market State Commission of Ukraine (license numbers: dealer activity AE 263019, broker activity AE 263018, underwriting activity AE 263020 dated 11 April 2013).**

---

## DISCLAIMER

This research publication has been prepared by Investment Capital Ukraine LLC solely for information purposes for its clients. It does not constitute an investment advice or an offer or solicitation for the purchase or sale of any financial instrument. While reasonable care has been taken to ensure that the information contained herein is not untrue or misleading at the time of publication, Investment Capital Ukraine makes no representation that it is accurate or complete. The information contained herein is subject to change without notice. Copyright and database rights protection exists in this report and it may not be reproduced, distributed or published by any person for any purpose without the prior express consent of Investment Capital Ukraine LLC. All rights are reserved. Any investments referred to herein may involve significant risk, are not necessarily available in all jurisdictions, may be illiquid and may not be suitable for all investors. The value of, or income from, any investments referred to herein may fluctuate and/or be affected by changes in exchange rates. Past performance is not indicative of future results. Investors should make their own investigations and investment decisions without relying on this report. Only investors with sufficient knowledge and experience in financial matters to evaluate the merits and risks should consider an investment in any issuer or market discussed herein and other persons should not take any action on the basis of this report.



**Additional information is available upon request.**