

Новые инструменты для рынков капитала Украины

Работая на рынках капитала с 1978 года, Джон Краули был свидетелем крупнейших мировых событий: финансового кризиса 1987-1988 годов и появления на ведущих мировых фондовых биржах акций компаний из постсоветских стран Восточной Европы. Работая в 90-х годах в Лондонском Сити, занимаясь новыми рынками, г-н Краули был одним из архитекторов приватизации российской «Связьинвест», осуществлял подготовку проектов в Сербии и Пакистане. В 2000 году он организовал в Украине финансирование для компании-оператора мобильной связи Life. В прошлом году г-н Краули завершил свою работу в компании, включенной в листинг Нью-Йоркской фондовой биржи и получившей, благодаря его усилиям, финансирование в сумме \$3,2 млрд. В работе одного из проектов USAID в Украине он впервые принял участие в 2004 году, а в текущем году начал консультировать проект USAID «Развитие рынков капитала» по программе разработки новых финансовых инструментов.

Недавно в основном говорили о том, что инвесторы покидают рынок капиталов Украины. Вы же говорите, что Украина может столкнуться с проблемой, так как ее рынки могут оказаться слишком мелкими для потенциальных инвестиций. Почему?

Если в пенсионной реформе будет сделан следующий шаг и, как и предполагается, будет введена накопительная система, то многие пенсионные фонды будут искать на рынке объекты для инвестирования миллиардов, полученных в результате пенсионных взносов. Уже ясно, что из-за своей небольшой емкости внутренний рынок не сможет справиться с такими огромными инвестициями. Рынок акций на самом деле очень мал. Общая сумма всех предлагаемых в ПФТС акций составляет 15,5 млрд. грн.; также очень ограничен и рынок инструментов с фиксированным дохо-



Джон Краули, эксперт проекта «Развитие рынков капитала» – пятилетней программы, предназначенной для развития эффективного и прозрачного финансового сектора, поддержку которой осуществляет Агентство США по международному развитию (USAID)

дом. Облигаций внутреннего государственного займа выпущено всего на 8 млрд. грн., а облигаций предпринимательских резидентов – только на 54 млрд. Исходя из этого, по моему мнению, рынок недостаточно «глубок» для инвестора. К тому же хотелось бы отметить, что деньги вкладываются не навсегда – в какой-то момент их надо будет вывести, а выводить деньги, как правило, гораздо труднее, чем вкладывать. Поэтому стратегии выхода инвесторы обычно разрабатывают перед тем, как осуществить инвестицию. Трудность инвестирования в Украине заключается в том, что из-за маленького размера рынка, а значит – и его низкой ликвидности, наметить стратегию выхода довольно тяжело. Другими словами, продать акции будет трудно. А это заставляет потенциального инвестора больше волноваться о своих возможных инвестициях. **Как высокий уровень инфляции в Украине влияет на потенциальных инвесторов и их решения?** Действительно, из-за инфляционного риска структура предлагаемых на украинском рынке инвестиций не совсем подходит долгосрочному инве-

стору. В экономике с высоким уровнем инфляции нельзя довольствоваться инвестициями с фиксированным доходом, так как номинальная доходность не оправдывает возможных убытков от инфляционного риска. Инфляция держится на уровне 23%, в то время как доходность обычных корпоративных облигаций составляет не более 20%, а государственных облигаций – и того меньше. Также, рассматривая возможности вложения средств на рынке с высокой инфляцией, инвесторы стараются вложить свой капитал в акции компаний, способных изменять свой доход с учетом инфляции. Это значит, что компании надо иметь возможность поднимать цены на свою продукцию и, желательно, быстрее инфляции. Вряд ли кто-то захочет вкладывать капитал в компанию, структурные ограничения которой мешают ей получать солидный доход.

Поэтому вы разработали несколько новых методов, которые, по вашему мнению, помогут преодолеть эти трудности?

Если говорить о бумагах с фиксированным доходом, то правительство выпускает облигации с доходностью менее 15%. Мы предлагаем выпускать облигации, учитывающие инфляцию. Доходность этих облигаций будет корректироваться, возможно, раз в год. Происходит это следующим образом: если уровень инфляции в текущем году составляет 23%, то облигация с номиналом одна тысяча гривен в конце года будет стоить 1230 гривен. Иными словами, покупатель облигаций ничего не потеряет из-за инфляции. Минфин считает, что такой вид ценной бумаги будет для них очень дорогостоящим. Мой довод заключается в том, что в любом случае инфляция никуда не денется. Нельзя сделать так, чтобы она исчезла. То есть, учитывается инфляция в формуле доходности облигаций или нет, кто-то на рынке облигаций должен брать на себя инфляционный риск. Сейчас этот риск перекладывается на инвесторов.

Поэтому естественной их реакцией является желание получить очень высокую доходность.

Некоторые ведущие инвестбанкиры Украины даже говорили, что иностранные клиенты хотят доходность в размере 50%...

Это потому, что инвестор принимает на себя инфляционный риск и рассчитывает его, исходя из наилучшего сценария. Давайте я объясню: если вы предлагаете инвестору трехлетнюю облигацию, а инфляция уже составляет 23%, то он предположит худшее. Инвестор предположит, что инфляция будет расти и не согласится на 25%, а захочет значительно больше. И не потому, что он жадный, а потому, что думает, что положение с инфляцией станет еще хуже. Вот поэтому я и считаю, что в интересах правительства не пытаться убедить инвесторов принять этот риск, а взять его на себя.

Как именно действует облигация с корректировкой на инфляцию? Разве она полностью компенсирует инвестору инфляционный риск?

Существуют два способа обеспечить привязку доходности облигаций к уровню инфляции: либо купонная ставка должна на один-два процента превышать уровень инфляции, либо основную сумму долга следует ежегодно корректировать на уровень инфляции. Следовательно, как я уже говорил, облигация с номиналом 1000 грн. при уровне инфляции 23% к концу года повысит свой номинал до 1230 грн., на который выплачивается небольшой процент. Таким образом, инфляционный риск, по сути, снимается с инвестора, уменьшается, но никогда полностью не ликвидируется. Как показали последние полтора года, риск никогда нельзя полностью нивелировать. В случае с облигациями, привязанными к инфляции, риск уменьшается, но не устраняется. Инвестор не несет инфляционного риска, но косвенно все равно находится под его влиянием, потому что при очень высокой инфляции правительство может оказаться неспособным погасить облигации. Однако другого способа избежать инфляционного риска не существует.

Вы также предлагаете еще одну новую стратегию, которая повысит инвестиционную привлекательность рынков капитала в Украине...

Я хотел бы предложить снять определенные ограничения на инвестирование в ценные бумаги иностранных эмитентов. НПФам запрещено вкладывать в иностранные ценные бумаги более 20% своего инвестиционного капитала. Это создает проблему, и я объясню, почему. Граждане Украины лишены права вкладывать свои пенсионные сбережения в 99,4% предлагаемых во всем мире ценных бумаг, то есть 99,4% из того, что доступно мне, как иностранному гражданину для размещения своих пенсионных сбережений, им не доступно.

В интересах правительства не пытаться убедить инвесторов принять риск инфляции, а взять его на себя

Необязательно снимать такие ограничения навсегда. Я предлагаю определенный переходный период, например пять лет, в течение которого пенсионным фондам Украины было бы разрешено вкладывать деньги в зарубежные рынки. Средства, вложенные за границу, все равно вернутся в Украину. Как только ситуация улучшится, инвесторы начнут задумываться: зачем вкладывать в ЕС, где темпы роста составляют 2%, когда в Украине – 7 или 9%?

Но введенные правительством ограничения на инвестиции предназначены также и для того, чтобы не допустить утечки капиталов.

Если вступит в силу второй уровень пенсионной системы, то есть если все работники в возрасте до 40 лет будут перечислять на индивидуальные накопительные счета взносы, которые должны размещаться на фондовом рынке, то общая сумма таких средств составит 20 млрд. грн. И если ответственно подходить к размещению 20 млрд. грн. на рынках капитала, то таких возможностей в Украине нет. Даже при меньшей сумме проблема

остается. Общий объем сделок с акциями в ПФТС составил в этом году около 12 млрд. грн., а по облигациям – около 20 млрд. грн.! Поэтому возникает ситуация, когда пенсионные фонды скупают все, что есть на рынке. А это приведет к губительным последствиям. Мое предложение заключается в следующем: создать закрытый фонд для выпуска глобальных депозитарных расписок. Это решит обе проблемы: и размещения пенсионных взносов, и контроля за утечкой капитала.

Как действует такой фонд? Какие это дает преимущества?

Пенсионные фонды перечисляют в этот фонд деньги, которые переводятся в доллары. Потом закрытый фонд покупает акции компаний, входящих в промышленный индекс Доу-Джонса, на сумму 3 млрд. грн. Расписки на эти акции будут продаваться здесь, в Украине, в гривнях. Поэтому и утечка капитала будет ограничена, и средства будут вложены в высоколиквидные ценные бумаги. Почему я предлагаю закрытый фонд? Из-за характера самого предложения: правительство беспокоится относительно возможной утечки капитала, а закрытый фонд легче контролировать. Следует сделать так, чтобы особенностью такого фонда была возможность ликвидации инвестиций: дело в том, что обычно закрытые фонды на торгах получают выручку ниже чистой стоимости своих активов. Если в промышленный индекс Доу-Джонса вложено 3 млрд. грн., то на вторичном рынке он может стоить 2,4 млрд. грн.; реальная и торговая стоимость не всегда совпадают, потому что из закрытого фонда деньги забрать нелегко. При этом глобальные депозитарные расписки будут обращаться по чистой стоимости активов, и в действительности никто таким правом изъятия средств не воспользуется. Поэтому я предлагаю ввести положение, которое дает право инвестору забирать свою долю из фонда без пени.

*Мнения, изложенные в этом интервью, принадлежат его автору и необязательно совпадают с мнениями USAID или СМР.

СОФИ ЛАМБРОСКИНИ

Если вступит в силу второй уровень пенсионной системы, на фондовый рынок Украины вольется **20 млрд.** гривен