Виктор Ботте,
управляющий инвестиционными и пенсионными фондами ОАО «КИНТО»

ИНОСТРАННОЕ доминирование

ОФИЦИАЛЬНОЙ СТАТИСТИКИ О СТРУКТУРЕ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫХ ИНВЕСТОРОВ НА УКРАИНСКОМ ФОНДОВОМ РЫНКЕ НЕТ. ОДНАКО КОНСЕНСУСНОЕ МНЕНИЕ ЕГО ОПЕРАТОРОВ ПОЗВОЛЯЕТ ПРЕДПОЛАГАТЬ, ЧТО ДАЖЕ НЕСМОТРЯ НА СТРЕМИТЕЛЬНЫЙ РОСТ В ПОСЛЕДНИЕ ГОДЫ ИНСТИТУТОВ СОВМЕСТНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ, ИНОСТРАННЫЕ ПОРТФЕЛЬЩИКИ (СРЕДИ КОТОРЫХ НЕМАЛО И РОССИЯН) ДОМИНИРУЮТ, ПРИЧЕМ ОБЪЕМЫ СРЕДСТВ, КОТОРЫМИ ОНИ «ИГРАЮТ» В УКРАИНЕ, СОСТАВЛЯЮТ НИКАК НЕ МЕНЬШЕ ДВУХ ТРЕТЕЙ ВСЕГО РЫНКА.

Фондовый рынок Украины, классифицируемый как приграничный (frontier market), имеет все присущие такому рынку атрибуты: сравнительно низкую капитализацию, малые объемы торгов, недостаточную ликвидность. Вместе с тем, такой рынок хотя пока и не играет существенной роли в реальной экономике страны, тем не менее, динамично развивается, причем, образно выражаясь, не сам по себе, а подчиняясь мировым закономерностям.

Это обусловлено прежде всего тем обстоятельством, что «погоду» на нем определяют преимущественно капиталы западного происхождения, поскольку отечественные игроки — инвестиционные и пенсионные фонды, страховые компании — еще не набрали достаточной силы. Именно заинтересованностью таких глобальных фондов, как JP Morgan Chase&Co., Templeton Asset Management Ltd. и Julius Baer Holding AG, обративших внимание на Украину еще в конце 2006 года, можно объяснить феерический рост рынка в 2007 году. Превышение спроса над предложением в условиях определенного дефицита ценных бумаг на рынке (free floats незначительны) и обусловило тот завораживающий возрастающий тренд, который охватывал не только отдельные компании, но и целые отрасли — как традиционные (энергетику, металлургию, машиностроение), так и сравнительно «новые» (угольные шахты, строительные компании).

Определенную роль играли и внутренние факторы, причем и негативные, такие как политическая нестабильность, инфляция. Но в целом макроэкономические данные Украины в 2007 году выглядели благоприятными. Даже проблема возрастающих цен на энергоносители не имела существенного влияния, поскольку мировая конъюнктура на ресурсы благоприятствовала возрастанию цен и на сталь, и на минеральные удобрения, что и скомпенсировало известное повышение цен на газ. Инвестиционное сообщество обращало внимание также и на действия национальных финансово-промыш-

ленных групп по выходу отечественных предприятий на IPO, отказ целой группы компаний от механизмов трансфертного ценообразования, позитивно оценивало дальнейшие планы правительства по приватизации предприятий. Тем не менее, на фоне глобальных процессов (февральская паника на рынке Китая, проблема ипотечных кредитов низкого качества, переросшая в угрозу рецессии экономики США) внутренние факторы играли второстепенную роль в тенденциях на украинском фондовом рынке.

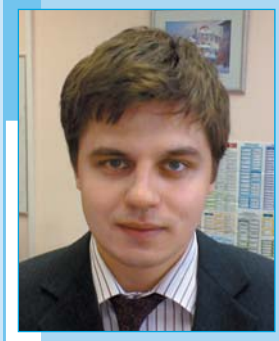
Основной индикатор рынка — индекс ПФТС — вырос на 135.4%, показав второй результат в мире после китайского Shanghai Composite Index (179.8%). Для сравнения: в 2005 году украинский индекс увеличился на 35.7%, а в 2006 году — на 41.3%. В 2007 году существенно улучшились и другие параметры рынка ценных бумаг Украины. Так, в 2.5 раза увеличилась его капитализация, достигнув, по расчетам биржи, примерно $112 млрд, что составляет уже 80% от ВВП страны (еще в 2003 году в начале «бычьего» тренда данное соотношение не превышало 10%). Объем торгов ценными бумагами возрос до $6.7 млрд, из которых 55% пришлось на корпоративные облигации, а почти одна треть — на акции (335 компаний в биржевом списке). Количество сделок с акциями, спреды по которым заметно уменьшились, увеличилось в течение 2007 года на 190%, а объем торгов — в 1.7 раза.

Если вернуться к рынку долговых инструментов, то организованный вторичный рынок в Украине пока развивается медленнее, чем первичный. Если, например, по данным Государственной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку, за девять месяцев 2007 года объем выпуска корпоративных облигаций по сравнению с 2006 годом увеличился в два раза с $2.6 млрд до $5.22 млрд, то на вторичном рынке (ПФТС) объем сделок с теми же корпоративными облигациями составил $3.4 млрд, что всего на $1 млрд больше, чем в прошлом году. По словам участников рынка, большая часть сделок с корпоративными облигациями в ПФТС носит «технический характер». Дело в том, что основным игрокам на рынке корпоративных облигаций — банкам — выгоднее проводить сделки с этими ценными бумагами именно на бирже. Ведь если приобретать ЦБ, не котирующиеся на бирже, то под них придется создавать большие резервы. А под облигации, находящиеся в листинге, если цены на них не падают, этого делать не нужно. На втором месте по спросу на облигации остаются нерезиденты. Именно банки и иностранцы в основном и обеспечивают оборот и государственных бумаг (снижение в прошлом году с $1.7 млрд до $0.55 млрд: правительство предпочитало внешние заимствования), и муниципальных ($0.2 млрд в 2006 году и $0.15 млрд — в 2007 году), поскольку доходности данных инструментов меньше уровня инфляции. Одним из побудительных мотивов нерезидентов к покупке ЦБ украинских эмитентов выступает и возможная ревальвация гривны.

Компания ОАО «КИНТО», которая уже 16 лет работает на рынке, после принятия в 2001 году Закона «Об Институтах совместного инвестирования (паевые и корпоративные инвестиционные фонды)» сконцентрировалась на управлении активами публичных фондов. В начале 2003 года мы создали первый инвестиционный фонд, инвестировавший исключительно в акции украинских предприятий — «Синергия», среднегодовая доходность которого за три года деятельности достигла 99.8% (расчеты с акционерами произведены полностью). Летом 2004 года мы создали первый в Украине открытый фонд — ПИФ «Классический», среднегодовая доходность которого составляет на текущий момент около 60%. Всего в настоящее время под нашим управлением находится 10 инвестиционных фондов, инвестирующих в основном в бумаги, находящиеся в биржевых списках. Акций в наших портфелях — до 90% от стоимости всех активов. Реализуются различные стратегии с широкой диверсификацией отдельных портфелей. А сами активы инвесторов (преимущественно физических лиц) росли следующим образом: 1 января 2006 года — $34 млн, 1 января 2007 года — $54 млн, а 1 января 2008 года — уже $203 млн. На конец 2007 года в Украине было около 300 компаний по управлению активами, более 830 фондов с активами, превышающими $6 млрд. Однако следует отметить, что 90% фондов — это так называемые венчурные фонды, создаваемые юридическими лицами под определенные проекты. Не последним мотивом к основанию таких фондов был вопрос оптимизации налогообложения. Публичные фонды (часть невенчурных), в которые беспрепятственно могут инвестировать и юридические, и физические лица, менее развиты. Однако темпы их роста выглядят сверхстремительными (более чем на 100% в 2007 году). Пока население вложило в ИСИ порядка $250 млн, что составляет меньше 1% от суммарного объема банковских депозитов.

Развитию индустрии мешает ряд факторов. Кроме менталитета внутренних инвесторов, вызванного историческим прошлым, есть проблемы и законодательного характера. В свое время законодатель, наученный проблемами «МММ», «Хопер-Инвест» и иже с ними, постарался максимально оградить вкладчиков от риска мошенничества, жульничества и так далее. В результате в настоящее время открытые и интервальные фонды в Украине могут инвестировать в акции не более 40% активов, а в корпоративные облигации — всего 20%. Вследствие этого в стране невозможно создание открытых фондов ни акций, ни инструментов с фиксированным доходом, ни классических фондов денежного рынка. Нельзя даже в условиях спада на рынке перевести активы «в деньги», что при отсутствии на рынке производных и наличии запрета «коротких» продаж для фондов не может не создавать проблем. Не разрешено фондам инвестировать в другие фонды, комиссионные при размещении и выкупе ценных бумаг самих фондов не попадают в фонды, а уходят агентам по размещению. Нет механизма конвертации ценных бумаг фондов, в результате чего инвестор — физическое лицо при переходе из одного фонда в другой в рамках одной управляющей компании несет налоговые обязательства. К слову, единых подходов к налогообложению доходов по ценным бумагам ИСИ и инвестиционных доходов, получаемых теми же физическими лицами по другим инвестиционным активам (депозитам, сертификатам участия и т.д.), также нет. Есть еще целый ряд проблем и недоработок, которые со временем, надеемся, будут устранены и не смогут затормозить развитие отрасли.

Комментарии



Юрий Ковалев,
портфолио-менеджер,
КУА «СЕБ Эссет Менеджмент Украина»

Какова структура институциональных инвесторов на украинском фондовом рынке?

На наш взгляд, самыми активными институциональными инвесторами, присутствующими на локальном рынке, являются локальные компании по управлению активами, а также хедж-фонды из Западной Европы и частично из США

Как изменилась эта структура и степень активности институциональных инвесторов по сравнению с началом прошлого года? Какое влияние на структуру и степень активности на рынке оказал мировой финансовый кризис?

Мы видим, что наиболее динамично развивающимся классом институциональных инвесторов являются локальные компании по управлению активами, увеличивающие размеры своих фондов очень высокими темпами. Растущая ликвидность украинского рынка способствует приходу крупных зарубежных инвесторов. Относительно развитых и других развивающихся рынков финансовый кризис не так сильно коснулся локального рынка, что наряду с невысокой ликвидностью стало причиной отсутствия значительного вывода денег инвесторами.

Каков на сегодня портрет среднестатистического институционального инвестора на украинском рынке?

Это может быть компания по управлению активами, имеющая фонды, инвестирующие в акции и облигации.

Как будет дальше развиваться ситуация на украинском фондовом рынке? Следует ли ожидать прихода на рынок или ухода с него каких-либо институциональных инвесторов?

На сегодня наибольшим барьером для входа крупных институциональных инвесторов является низкая ликвидность локального фондового рынка. По мере его развития ликвидность увеличивается за счет повышения капитализации уже торгуемых компаний и размещений акций новых. Также значительным трендом является бурное развитие рынка ИСИ в связи с развитием инвестиционной культуры населения.

Как долго ваша компания работает на рынке? Какую долю рынка в своей сфере занимает ваша компания?

Наша компания весьма молодая: первые фонды «СЕБ Эссет Менеджмент Украина» были запущены в мае 2007 года. По нашим подсчетам, доля компании в открытых инвестиционных фондах составляет порядка 5%. В целом активы под управлением группы СЕБ во всем мире составляют порядка $200 млрд.

В какие инструменты вы предпочитаете вкладывать средства как институциональный инвестор?

Наиболее динамичным инструментом, безусловно, являются акции (рынок показал рост в 135% в 2007 году). В то же время, инструменты с фиксированной доходностью имеют весьма высокие ставки — они могут варьироваться от 7% (гособлигации) до 17% (высокорисковые корпоративные облигации). Тем не менее, классические открытые фонды облигаций зачастую показывают годовую доходность даже выше 17%, так как вкладывают небольшую долю активов (около 10–20%) в акции, прежде всего исходя из существующих норм диверсификации, которые на сегодня не позволяют 100% активов вложить только в инструменты с фиксированной доходностью. Но даже в случае неудачного перформанса акций такие фонды стабильно обеспечивают доходность все же большую, нежели депозит, при сопоставимых минимальных уровнях риска. К сожалению, рынок ценных металлов в Украине еще недостаточно развит для активных институциональных вложений.

На какую доходность вы ориентируетесь при инвестировании средств? Некоторые компании, например, принципиально не работают с бумагами строительных компаний, компаний, не имеющих кредитного рейтинга, некоторые не инвестируют в компании с непрозрачной структурой собственников и так далее. Какие у вас существуют ограничения по инвестированию средств?

Ожидаемая доходность зависит от уровня риска, который несет на себе тот или иной продукт. Скажем, фонд, полностью состоящий из облигаций, вряд ли покажет доходность намного более средней купонной ставки, однако и риски в нем минимизированы. В целом, принципом фондов группы СЕБ является не абсолютная максимальная доходность, а выигрыш по доходности у бенчмарка (эталонного инвестиционного портфеля) при одинаковых уровнях риска, предлагаемых клиенту. В то же время, существуют и фонды, ориентирующиеся на максимальную доходность, вкладывающие в акции малоликвидных компаний, однако в таких случаях инвестор должен быть готов как к сверхприбылям, так и к сверхубыткам.

Есть ли какие-либо специфические законодательные требования, касающиеся работы институциональных инвесторов на украинском фондовом рынке? В чем они заключаются и насколько, на ваш взгляд, они оправданы? Например, существует ли закон, обязывающий инвестировать средства НПФ в определенные долговые инструменты, или закон, запрещающий инвестировать в ценные бумаги резервы страховых компаний?

Наиболее значимым для нашей компании является закон про нормы диверсификации для открытых фондов, подразумевающий ограничение по долям инвестиций в различные классы активов. Скажем, на сегодня открытый фонд де-юре не может иметь более 40% активов в акциях, соответственно, не может предложить инвестору высокорисковый продукт с ликвидностью в 100%. Стоит также отметить, что по закону институциональные инвесторы, зарегистрированные в Украине, не имеют возможности инвестировать в зарубежные ценные бумаги. Мы ожидаем преодоления этого барьера в течение 3–5 лет. Данные законы сейчас являются объектом дискуссий.

Что, на ваш взгляд, препятствует увеличению объема инвестиций в долговые инструменты со стороны институциональных инвесторов?

Ликвидность рынка.

Насколько сильно государство вмешивается в ситуацию на фондовом рынке?

Существуют государственные органы, устанавливающие весьма общие законы работы. Активного участия мы не наблюдаем.