

## ПРИВЛЕЧЕНИЕ ИНВЕСТИЦИЙ НА МЕЖДУНАРОДНЫХ ФОНДОВЫХ РЫНКАХ

Важнейшим способом финансирования структурных преобразований экономик стран с переходной экономикой является размещение облигаций на международном фондовом рынке. Исследования свидетельствуют, что в начале века доля иностранного капитала в финансировании инвестиций составляла около 30% всех внутренних инвестиций этих государств. Начиная с 1990г. также ярко выражена тенденция к увеличению роли иностранного капитала во внутренних инвестициях развивающихся стран с 3% до 12% (в 1996г.). Причем около 50% притока иностранного капитала осуществлялось через инструменты фондового рынка. Что касается экономики нашей страны, то объемы привлечения иностранных инвестиций незначительны и не соответствуют основным макроэкономическим показателям белорусской экономики.

В 1999г. было получено иностранных кредитов на сумму 59,3 млн.долл. США и привлечено 53,3 млн.долл. США прямых иностранных инвестиций (без учета проекта Ямал-Западная Европа), доля иностранных портфельных инвестиций продолжала оставаться на низком уровне и составляла 0,7 млн.долл. США.

Данная ситуация остро ставит вопрос поиска дополнительных источников внешнего финансирования инвестиций. Мировой опыт свидетельствует, что в создавшихся условиях одним из важнейших направлений выхода экономики из кризисного состояния является активное привлечение иностранных инвестиций посредством инструментов международного фондового рынка и, в частности, при помощи рынка евробумаг.

Рынок евробумаг включает в себя:

- ♦ рынок долгосрочных ценных бумаг (евроблигаций),
- ♦ рынок краткосрочных ценных бумаг (евронот),
- ♦ рынок евроакций.

**Евробумаги** - ценные бумаги, номинированные в валюте, являющейся иностранной как для эмитента, так

и для инвестора. Появившийся в начале 60-х рынок евробумаг пережил период бурного развития в 80-е и в настоящее время по объему превышает 5 трлн.долл. Основные финансовые центры торговли евробумагами - Лондон, Люксембург и Цюрих.

Толчком к развитию рынка послужили ограничения, введенные в свое время администрацией американского президента Д.Кеннеди на использование иностранными заемщиками рынка капиталов США (уравнительный налог на прибыль +1%). Позже прямые ограничения на инвестиции за пределы США вводил кабинет Л.Джонсона. С тех пор стал формироваться рынок еврооблигаций, возникает необходимость инфраструктур. В 1968г. американский банк «Морган геренги» создал клиринговый центр по торговле еврооблигациями «Евроклир», годом позже основаного главный конкурент - депозитарно-клиринговая система «Седел», а еще через год крупнейшие операторы образовали саморегулируемую организацию - Ассоциацию международных облигационных дилеров (1990г. - Ассоциация участников международных фондовых рынков ISMA).

Наиболее значительной частью рынка евробумаг является рынок еврооблигаций. При совокупном объеме задолженности по долговым ценным бумагам, размещенным на мировых рынках, в размере 1085,4 млрд.долл., в 1999г. на долю долгосрочных инструментов, т.е. облигаций, приходилось 1016,8 млрд.долл., краткосрочных - 68,6 млрд.долл. Масштабы рынка евроакций невелики и достоверная статистика отсутствует.

**Еврооблигации** - это в основном предъявительские ценные бумаги, выпускаемые в виде сертификата с открытыми купонами и сроком обращения от 2 до 40 лет. Условия выпуска еврооблигаций разнообразные: с плавающей и фиксированной процентной ставкой; с нулевым купоном; с правом конверсии в другие облигации;

в двойной валютной деноминации (номинал выражен в одной валюте, процентные выплаты в другой) и т.д.

Погашение еврооблигаций может производиться по различным схемам - с единой датой погашения, с несколькими датами погашения, с условием досрочного погашения.

Из общей суммы международных эмиссий в 1999г., равной 1016,8 млрд.долл., 69% пришлось на облигации с фиксированной процентной ставкой, 28% на облигации с плавающей процентной ставкой и 3% на конвертируемые облигации и облигации с варрантом.

Еврооблигации не облагаются налогами на прибыль и на прирост курсовой стоимости.

Эмитентами еврооблигаций являются транснациональные корпорации, международные организации и государственные органы.

Цена облигаций определяется на базе рейтинга заемщиков, присваемого одним из авторитетных мировых агентств (например, Standart & Poog's). Обычно процентная ставка колеблется от 6 до 11% годовых.

**Евроноты** - сертификаты, выпускаемые компаниями за рубежом, а также банками в валюте, не являющейся для них национальной. Большинство евродолларовых ДС имеет фиксированную ставку процента и выпускается на срок от 3 до 6 мес. До недавних пор объем этого рынка оценивался в 150 млрд.долл. Финансовый центр выпуска - Лондон. Самые крупные эмитенты - банки Японии, выпустили 50% всех евродолларовых ДС. Евродолларовые ДС предназначены для крупных институциональных инвесторов.

Главные заемщики на международном фондовом рынке - западноевропейские эмитенты, выпускающие около половины займов, и японские - свыше четверти займов.

Основные операторы на рынке евробумаг - крупнейшие банки и ком-

пани по ценным бумагам.

Расчеты по сделкам с евробумагами осуществляют депозитарно-клиринговые системы: «Евроклир» 60% операций и «Седел» 40% операций. Схемы работы идентичны общепринятым принципам депозитарно-клиринговых расчетов на фондовых рынках развитых стран (сверка, клиринг, поставка против платежа).

### ВЫПУСК ОБЛИГАЦИЙ: ПРЕИМУЩЕСТВА И НЕДОСТАТКИ

При получении местного финансирования в Республике Беларусь заемщики сталкиваются с одной или несколькими из следующих проблем:

- ♦ процентные ставки намного выше, чем на международном рынке, что обусловлено большой внутренней инфляцией;

- ♦ суммы, которые можно получить в кредит через местные банки, малы для внедрения крупных проектов или для долгосрочного финансирования корпорации;

- ♦ сроки погашения ссуды и график выплат слишком краткосрочны для нужд заемщиков.

Крупным предприятиям приходится обращаться к зарубежным источникам капитала: в международные банки, агентства, предоставляющие экспортные кредиты, Международную Финансовую Корпорацию (МФК), региональные учреждения, такие как "PICA" и "SIFIDA", различные рынки облигаций.

В таком спектре альтернатив финансирования выпуск облигаций внешнего займа обладает некоторыми существенными преимуществами:

1. Эмитент заинтересован в доступе на зарубежные рынки ценных бумаг для диверсификации источников долгосрочного финансирования и снижения стоимости заимствования.

2. Еврооблигации могут выпускаться как в долларах США, так и в других валютах, и заемщик может получить выгоду не только от разницы в процентных ставках, но и от хеджирования по валютным рискам.

Вместе с тем облигации как ценные бумаги трудно выходят на международный рынок впервые. Сказывается нестабильность международных финансовых рынков, необходимость более подробного, чем при получении обычной ссуды, раскрытия

информации. Причем требования к раскрытию информации существенно отличны - на рынке иностранных облигаций они наиболее строги, а на рынке еврооблигаций - менее.

Различают международные облигации (или еврооблигации) и иностранные облигации.

**Международные облигации** выпускаются в одной из евровалют, а их размещение гарантирует международный синдикат инвестиционных банков.

**Иностранные облигации** выпускаются иностранными заемщиками на национальном рынке облигаций другой страны, их размещение гарантируется исключительно группой инвестиционных банков страны, в которой эмитируются облигации. Самыми важными национальными рынками для выпуска иностранных облигаций являются рынок швейцарского франка, американский рынок ("янки"), рынок немецкой марки и рынок японской иены ("самурай").

Плюс к этим валютам, еврооблигации выпускаются еще и в нидерландских гульденах, канадских долларах, французских франках, гонконгских долларах, кувейтских динарах, риалах Саудовской Аравии, бахрейнских динарах, чешских кронах (см. табл.).

**Публичное предложение** - выпуск облигаций широкой публике через группу международных инвестиционных банков, которые продают ценные бумаги своим клиентам. Публичное предложение на американском, японском и французском рынках подлежит регистрации контрольными органами (в США - Комиссией по ценным бумагам и биржам), тогда как **частное размещение не подлежит регистрации**. На некоторых рынках облигации (Швейцария) образуются очереди, чтобы разместить публично предлагаемые облигации, тогда как при частном размещении время ожидания небольшое. Правила для публичного выпуска не всегда письменно или официально закреплены, но в Германии, Японии, Франции и Нидерландах государственные органы внимательно следят за выпуском еврооблигаций, а также за внутренней эмиссией ценных бумаг, выраженных в национальной валюте.

Доля иностранных облигаций на многих внутренних рынках не превышает 2% - 3% от общего объема эмиссий, исключение - Швейцария и Люксембург, где более 50% всех эмиссий производится иностранными заемщиками.

**При частном размещении** облигации продаются меньшему количеству институциональных инвесторов или даже одному инвестору (такому, как центральный банк). Частные размещения в основном не регистрируются даже в фондовой бирже.

На базе исследования факторов образования и текущих тенденций развития международного фондового рынка, опыта стран с переходной экономикой по привлечению инвестиций на нем предлагаем следующую Концепцию формирования механизма привлечения инвестиций посредством международного фондового рынка. Она включает:

1. **Понятие механизма.** Механизм привлечения инвестиций посредством международного фондового рынка - это система взаимосвязанных функциональных элементов, определяющая принципы и порядок привлечения инвестиций.

2. **Цели и задачи создания механизма.** Целью является обеспечение экономических, организационных и правовых условий для привлечения инвестиций субъектами хозяйствования Республики Беларусь на международном фондовом рынке.

Задачами выступают:

- ♦ оптимизация структуры иностранных инвестиций для повышения объема капитальных вложений и поддержания высоких темпов экономического роста;

- ♦ обеспечение постепенной и планомерной интеграции национального фондового рынка в мировую финансовую систему;

- ♦ предотвращение возникновения валютно-финансовых кризисов, связанных с международным движением капитала.

3. **Структуру механизма.** Косновным элементам ее относятся системы:

- ♦ мониторинга, анализа и прогнозирования состояния международных фондовых рынков, а также объе-

мов и структуры мировых иностранных портфельных инвестиций;

- ♦ управления и контроля за страновыми рисками: валютным риском и риском ликвидности, возникающими при осуществлении займов на международном фондовом рынке;

- ♦ регулирования движения краткосрочных иностранных портфельных инвестиций;

- ♦ раскрытия информации об эмитентах ценных бумаг;

- ♦ органов управления за международным движением ценных бумаг;

- ♦ нормативно-правового обеспечения осуществления займов на международном рынке ценных бумаг;

- ♦ организационно-экономическая система выпуска и размещения облигаций на международных фондовых рынках.

#### 4. Функции механизма:

- ♦ удовлетворение инвестиционного спроса субъектов хозяйствования Республики Беларусь за счет внешних источников финансирования;

- ♦ учет внешних факторов при планировании объемов и структуры иностранных займов страной в целом и выработка сбалансированной и скоординированной макроэкономической политики (денежно-кредитной, бюджетно-налоговой и внешнеэкономической);

- ♦ мониторинг индикаторов возникновения валютно-финансовых кризисов и координация проводимой государственной политики;

- ♦ повышение качества управления рисками ликвидности и валютным риском эмитентами ценных бумаг;

- ♦ предоставление информации о тенденциях развития международного фондового рынка и информации о результатах финансово-хозяйственной деятельности эмитентов;

- ♦ гарантирование защиты интересов всех участников инвестиционного процесса.

#### 5. Принципы построения механизма:

- ♦ последовательность при формировании систем и элементов;

- ♦ обоснованность введения новых систем и элементов;

- ♦ открытость и прозрачность на всех стадиях формирования механизма.

#### 6. Этапы построения механизма привлечения инвестиций посредством международного фондового рынка:

**Первый этап.** Осуществление комплекса мер по активизации работы национального фондового рынка в процессе привлечения иностранных инвестиций, а именно:

- ♦ проведение денежно-кредитной, бюджетно-налоговой и внешне-торговой политики государства, направленной на повышение темпа рыночных преобразований;

- ♦ проведение государственной политики, направленной на углубление национального фондового рынка;

- ♦ применение мер, направленных на ликвидацию перекоса структуры рынка в сторону государственных ценных бумаг;

- ♦ развитие сегмента облигаций, номинированных в иностранной валюте;

- ♦ осуществление мероприятий, направленных на повышение качества финансового менеджмента предприятий как важного этапа подготовки к выходу страны на международный фондовый рынок.

#### Второй этап:

- ♦ накопление, анализ и обобщение эмпирических и статистических данных о тенденциях развития международных фондовых рынков, движении межстранового капитала и опыте стран с переходной экономикой по привлечению инвестиций на международных фондовых рынках.

- ♦ построение модели предотвращения валютно-финансовых кризисов в Республике Беларусь, включающей в себя:

- а) создание системы мониторинга, анализа и прогнозирования состояния международных фондовых рынков, а также объемов и структуры мировых иностранных портфельных инвестиций с целью планирования объемов и структуры иностранных займов страной в целом и выработки сбалансированной и скоординированной макроэкономической политики (денежно-кредитной, бюджетно-налоговой и внешнеэкономической);

- б) создание системы управления и контроля за страновыми рисками: валютным риском и риском ликвидности, возникающими при осуществлении займов на международном фондовом рынке;

- в) совершенствование систем регулирования движения краткосрочных иностранных портфельных инвестиций; раскрытия информации об эмитентах ценных бумаг и нормативно-правового обеспечения осуществления займов на международном рынке ценных бумаг.

#### Третий этап:

- ♦ запуск организационно-экономического механизма выпуска и размещения облигаций на международных фондовых рынках;

- ♦ осуществление проектной приватизации с использованием конвертируемых валютных облигаций;

- ♦ разработка и внедрение системы мер, направленных на привлечение иностранных портфельных инвестиций.

#### 7. Порядок работы, состоящий из организационно-технических мероприятий по выходу страны на международный фондовый рынок, а именно:

- ♦ приведение макроэкономических индикаторов страны (уровня валютных резервов, бюджетного дефицита, дефицита счета текущих операций, уровня инфляции, размера внешнего долга страны) в соответствие с требованиями рейтинговых агентств;

- ♦ присвоение эмитенту кредитного рейтинга рейтинговыми агентствами;

- ♦ выбор ведущего менеджера и подготовка эмиссии государственных валютных облигаций;

- ♦ выпуск государственных валютных облигаций и их обслуживание;

- ♦ выбор ведущего менеджера и подготовка эмиссии корпоративных валютных облигаций;

- ♦ выпуск корпоративных валютных облигаций и их обслуживание;

- ♦ мониторинг внешних обязательств страны, разработки и утверждение ежегодных планов по осуществлению правительствам и субъектами хозяйствования Республики Беларусь внешних займов;

- ♦ управление валютным риском и риском ликвидности страны и корректировки планов по осуществлению правительствам и субъектами хозяйствования Республики Беларусь внешних займов;

- ♦ совершенствование механизма привлечения инвестиций по результатам мониторинга займов.

Разработанная нами Концепция формирования механизма привлечения инвестиций посредством международного фондового рынка Республики Беларусь определяет основные концептуальные подходы к разработке, построению и использованию механизма привлечения инвестиций посредством международного фондового рынка. По мере изменения международной финансово-экономической обстановки подходы могут быть конкретизированы и расширены.