

## Когда выпуск акций станет эффективным инструментом привлечения капитала

Состояние фондового рынка интересует и инвесторов, и финансистов, и Правительство. Возможность привлечения капитала через биржевые инструменты никогда не теряла актуальности. Благо крупным компаниям до поры до времени удавалось «закрывать» кредиты финансирование инвестиционных и модернизационных амбиций. Но в силу самых разных объективных обстоятельств эта возможность если и не сошла на нет, то, по крайней мере, стала менее доступной. И для многих белорусских компаний стабилизация экономического состояния теперь возможна только через привлечение инвесторов. Напрямую или через биржу. Как развивается фондовый рынок страны? Есть ли спрос и предложение? Эти и многие другие проблемы мы обсудили во время «круглого стола».



За последние два года объем эмиссий облигаций увеличился практически в два раза.

К сожалению, рынок ценных бумаг у нас так и не развился до того уровня, когда может заинтересовать инвесторов. В принципе, не только частных, но и корпоративных. Определенное количество акций вращается на бирже, но их ликвидность зачастую вызывает некоторые сомнения. Впрочем, отечественные предприятия не проявляют большой активности на рынке капитала, предпочитая для финансирования классические долговые инструменты. Почему пробуксовывает фондовый рынок? Когда эмиссия ценных бумаг превратится в эффективный источник привлечения капитала?

Эти вопросы «Р» обсудила во время «круглого стола» с заместителем директора Департамента по ценным бумагам Министерства финансов Анатолием Шаршуном, заместителем председателя правления ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа» Борисом Фридманом, начальником отдела методологии управления развития и планирования бизнеса ОАО «БВФБ» Еленой Ерш, руководителем профессионального участника рынка ценных бумаг Валерием Постовским, заместителем председателя комитета государственного имущества Минского облисполкома Дмитрием Сидоровым, заместителем

начальника управления владельческого надзора и обращения акций Государственного комитета по имуществу Александром Котовым, заместителем председателя Республиканской ассоциации предприятий промышленности Светланой Семенюк.

## Облигации в цене

А. Шаршун:



— Логично разделить рынок ценных бумаг на два сегмента: облигаций и акций. Рынок облигаций в последние годы активно развивается. Причем как по количеству эмитентов, так и по объему операций с ними. Емкость рынка сегодня составляет уже около 30 миллиардов рублей — 25 процентов от ВВП. В корпоративном сегменте лидируют банки — на их долю приходится около половины рынка. Вторую половину эмитировали субъекты хозяйствования из различных отраслей как государственной, так и частной формы собственности. Это положительный сигнал. Наши компании учатся привлекать финансирование на открытом рынке, наработывают репутацию. Это первый шаг для привлечения инвестиций не только внутри страны, но и за рубежом. В 2017 году крупнейший частный ретейлер выпустил свои облигации на ирландской фондовой бирже, привлек 350 миллионов долларов.

Несомненно, наши компании пока не могут привлекать капитал по тем же ставкам, что и европейские. Для этого необходим достаточно высокий и страновой, и корпоративный рейтинг. Но на внешней финансовой дуге условия, однозначно, достаточно привлекательные. И рынок облигаций получил сегодня достаточно широкое применение. Особенно если сравнивать с другими странами СНГ. Например, в Азербайджане только в 2017 году осуществлен дебютный выпуск корпоративных облигаций. Конечно, нам еще далеко до России и Казахстана. Но если сравнивать с небольшими государствами, например с Молдовой, то мы достигли неплохих результатов. И к нам приезжают перенимать опыт.

Рынок акций пока не дает того эффекта, который от него ожидают. Причин много. Есть несколько ключевых условий, при которых возможна успешная эмиссия акций. Во-первых, предприятие должно быть инвестиционно привлекательным. Во-вторых, определенная часть его акций должна свободно обращаться на рынке. Так называемый показатель freefloat. Исходя из международной практики, он должен составлять не менее 25 процентов. Если в одних руках сконцентрировано 90 процентов, то возникает вопрос: кого заинтересует 10-процентный пакет? Только портфельного инвестора, ибо с такой малой долей рассчитывать на статус стратегического акционера не приходится. Но портфельные инвесторы вкладывают средства, чтобы зарабатывать: либо на дивидендах, либо на продаже акций по более высокой цене. Но если freefloat низкий, то возникает проблема с ликвидностью. Ладно, купить-то небольшой пакет акций можно, а вот с продажей могут возникнуть сложности. И минимальный показатель акций, находящихся в свободном обращении, позволяет обеспечить приемлемое количество сделок с ними на рынке.

«Р»: В свое время в Беларуси провели несколько «народных» IPO. И опыт оказался не самым удачным. Другое дело, что предлагались обыкновенные акции. Но очевидно, что для частных инвесторов принципиально получение дохода. Почему бы не реализовывать привилегированные акции, как это делается во многих странах? В том числе и в отношении ценных бумаг крупных корпораций, в которых контрольные пакеты либо принадлежат государству, либо компания им контролируется.

А. Шаршун:

— Привилегированные акции не дают права на управление компанией, но гарантируют фиксированный доход. Что является преимуществом для их покупателей, но недостатком для эмитентов. Возникает вопрос: а чем принципиально такие акции отличаются от облигаций? Большого отличия нет. Хотя вы правы: для поступательного движения рынка логично было бы сначала эмитировать привилегированные акции. И когда возникает определенная ликвидность и наработана репутация, выпускать на рынок обыкновенные акции. Но для вывода ценных бумаг на рынок необходима воля общего собрания. Другими словами — собственника. И в белорусских реалиях сталкиваемся с принципиальным вопросом: кто является ключевым владельцем активов в стране? Ведь около 80 процентов всех акций принадлежит государству. С точки зрения фондового рынка

безразлично, кто является акционерами компании. Для развития ликвидного рынка важно другое: чтобы одному акционеру не принадлежало слишком много акций. Ценные бумаги в частном владении по своему объему объективно не могут обеспечить ликвидность нашему фондовому рынку. В условиях выполнения поставленных задач по развитию рынка ценных бумаг Министерство финансов выступает за снижение доли государства в акционерном капитале предприятий. Это не означает стремительную и повальную приватизацию: процесс должен быть продуманным и поступательным. Необходимо проводить ревизию пакетов акций. Если доля государства составляет менее 25 процентов, то оценить, насколько для государства целесообразно владение этим активом. Потом внимательно проанализировать пакеты акций размером менее 50 процентов... И постепенно, без резкого перераспределения собственности, можно обеспечить критический объем акций, находящихся в свободном обращении.

Где взять деньги на акции...

Б. Фридман:



Действительно, за последние два года объем эмиссий облигаций увеличился практически в два раза. Причем их может купить каждый. Это, безусловно, позитивный тренд. Аналогичный вектор мы видим в России и Казахстане: граждане все больше вовлекаются в долговой рынок. Хотя на долговом рынке у нас преобладает банковский сектор. Для крупных и интересных для массового инвестора компаний далеко не всегда есть смысл предлагать свои облигации на открытом рынке: их с удовольствием скупают банки.

Что касается привилегированных акций, у них есть серьезный недостаток — дивиденды выплачиваются из прибыли. Поэтому цена капитала более высокая по сравнению с облигациями. К тому же у нас только в последние несколько лет сформировались макроэкономическая стабильность, низкая и предсказуемая инфляция, которые дают возможность предприятиям заниматься долгосрочным прогнозированием. Когда ставки на заемные ресурсы были 30—40 процентов годовых и выше, то кто мог решиться выпускать при таких условиях привилегированные акции на длительный срок? И еще один существенный момент: для развития фондового рынка необходимо наличие свободных ресурсов у инвесторов. И корпоративных, и частных. Давайте трезво посмотрим на статистику. В Беларуси ВВП на душу населения составляет около

6 тысяч долларов США в номинальном выражении. Показатель выше 10 тысяч долларов — своеобразный порог, преодолев который в стране начинает развиваться рынок ценных бумаг. Очевидно, что у белорусских предприятий и населения в массе своей нет свободных ресурсов, чтобы обеспечить достаточный спрос на акции.

«Р»: Но приходилось слышать мнение: один из барьеров — требования биржи, которые могут обеспечить далеко не все белорусские субъекты хозяйствования.

Б. Фридман:

— Проблема несколько надуманна. Надо понимать, что для инвесторов включение ценных бумаг предприятия в биржевой листинг является своеобразной гарантией их качества. Поэтому вхождение в листинг требует от предприятия определенных усилий и затрат. А есть ли в этом экономический смысл, если на акции все равно невысокий спрос?

Есть определенные «дорожные карты», по которым страны развивают свои фондовые рынки. Например, близки к нам по уровню развития Казахстан, Литва, Вьетнам. Если в государстве отсутствуют внутренние источники инвестирования, логично искать их за рубежом. Но чтобы в страну зашли международные инвесторы, необходимо, чтобы ее финансовый рынок соответствовал определенным критериям. По ним стране присваивается статус пограничной, развивающейся или развитой. Например, Литва и Казахстан уже имеют статус пограничных рынков и стремятся перейти в разряд развивающихся. В этом случае они попадут в фокус международных инвестиционных фондов, ориентированных на развивающиеся рынки. Эти фонды в силу своей инвестиционной декларации обязаны покупать ценные бумаги всех развивающихся рынков, что обеспечит дополнительный приток капитала и рост котировок акций. Этот путь нам представляется наиболее эффективным.

А. Шаршун:

— Сейчас развиваем услуги, делаем рынок ценных бумаг более доступным и удобным для частных инвесторов. Внедряем различные современные инструменты. Например, есть электронные облигации: не выходя из дому можно приобрести ценную бумагу, причем с доходностью выше, чем по банковскому депозиту. Естественно, как регулятор, мы предупреждаем о рисках. Показатель дефолтов по эмитентам низкий. Но все равно мы предупреждаем граждан: в отличие от депозитов государство не гарантирует возврат средств, инвестированных в корпоративные ценные бумаги. Тем не менее спрос на облигации у населения есть.

Мало спроса, нет предложения

«Р»: Несомненно, доходы населения влияют на инвестиционные возможности. Но, даже обладая избытком финансов, далеко не все пойдут покупать акции. Между тем в стране формируется класс высокооплачиваемых работников, для которых актуально приумножение своего личного капитала. Например, в сфере IT очень приличные заработки...

В. Постовский:



— Недавно ко мне обратился один товарищ: мол, есть свободные деньги, готов вложить в акции несколько тысяч долларов. Но когда стали анализировать, ценные бумаги каких предприятий есть на рынке, — стало совсем грустно. В конце концов нашли более-менее подходящие бумаги банков. Но если брать в целом — предложение почти отсутствует. А определенная прослойка частных инвесторов в стране уже есть. Да, в свое время на продажу выставляли акции завода игристых вин. Но это небольшая жемчужинка. Поэтому продавались акции гражданам с трудом. Если говорить про опыт Казахстана, который упоминал Борис Фридман, то там вывели на IPO крупную энергетическую компанию с устойчивыми доходами и прибылью. И люди заинтересовались стратегическим предприятием.

«Р»: Предлагаете выставлять на биржи бумаги «фамильного серебра»?

Б. Фридман:

— Чтобы войти в мировые индексы, на бирже должны обращаться акции крупных предприятий. В чем проблема Литвы? Создана прекрасная инфраструктура, биржу и центральный депозитарий выкупил NASDAQ, внедрил современное ПО, действует европейская система защиты прав инвесторов... Но нет крупных предприятий, интересных для международных фондов. Чтобы попасть в категорию развивающихся рынков, в листинге биржи должны быть предприятия с капитализацией более 1,4 миллиарда евро. У нас таких компаний немного, но они есть. У Беларусбанка капитализация приблизительно 3,7 миллиарда рублей, есть нефтеперерабатывающие заводы, «Евроторг» приближается к этой планке... При этом должен быть значительный freefloat. Казахстан идет по пути предложения рынку акций крупных предприятий. Причем на продажу выставляются значительные пакеты акций национальных корпораций — 15—20 процентов, т.е. удовлетворяются минимальные требования по количеству акций в свободном обращении. В то же время у Беларусбанка их менее одного процента.

Если говорить о требованиях листинга, возможно, кому-то из руководителей наших предприятий они кажутся невыполнимыми, но на самом деле они слишком мягкие. В ЕС минимальные требования к листингу закреплены специальной директивой. В Казахстане и Кыргызстане требования также закреплены на законодательном уровне. Например, обязательна финансовая отчетность по международным стандартам. У нас и близко таких подходов нет. Сделано все, чтобы максимальное количество предприятий могли попасть на биржу. И это тоже проблема: наши мягкие требования может не признать мировое сообщество.

А. Котов:



Вопрос не столько к условиям листинга, сколько к положению дел на самом предприятии. Насколько оно готово к публичному размещению акций? Большинству компаний, чтобы пройти листинг даже на белорусской бирже, еще надо подтянуться.

Д. Сидоров:



— Подготовка к приватизации — процесс, который не только в компетенции Государственного комитета по имуществу. Работа проводится многими органами государственного управления. Будем откровенны: не все отраслевые ведомства готовы предлагать акции подведомственных обществ к продаже. Тем не менее на сайте ГКИ есть информация о пакетах акций около 30 ОАО, которые можно приобрести. Есть среди них и контрольные. Например, БАТЭ — более 90 процентов акций. Но результат зависит от заинтересованности инвестора в этих активах! Особенно когда покупателю предлагают еще дополнительные обременения. Для повышения привлекательности ОАО на 10 предприятиях внедряются практики современного корпоративного управления. Но повышение ликвидности — комплексная работа. Полагаю, что инвестор в первую очередь будет учитывать экономику и перспективы развития компании. Если компания обладает этим, для нее найдется инвестор. И сам внедрит ту систему управления, которую посчитает эффективной.

Как вырастить «фишку»

Е. Ерш:



— В споре на свои акции должны быть заинтересованы в первую очередь сами предприятия. Не стоит недооценивать информационную составляющую. В настоящее время основным источником информации о пакетах акций, которые можно приобрести, является официальный сайт ГКИ. Но надо учитывать, что инвесторы для принятия решений о покупке-продаже акций могут активно использовать любую другую информацию, например, в социальных сетях или новостных лентах на специализированных интернет-ресурсах. Поэтому компании должны стремиться к расширению каналов коммуникации, доносить информацию рынку о своей деятельности, решениях органов управления, проведении модернизации и других мероприятиях, которые могут влиять на стоимость их акций.

С. Семенюк:



— Каковы условия для выхода на внешние рынки? Минимальная сумма эмиссии — от 50 до 250 миллионов долларов. Обязательна отчетность по МФСО, которую у нас делают общественно значимые организации. Должен быть внедрен корпоративный кодекс, понятный для зарубежных инвесторов. Не многие наши предприятия могут этим похвастаться. Необходимы серьезный бизнес-план, стратегия развития, более высокий страновой рейтинг. Именно этим можно заинтересовать инвестора. Плюс — обязательное наличие положительного заключения авторитетной международной аудиторской компании о финансово-экономическом положении предприятия. Стоимость таких услуг — около миллиона долларов. Последние 5–7 лет доля организаций в промышленности, имеющих дефицит собственных оборотных средств, составляет порядка 39 процентов, в том числе около 29 из них вообще не имеют собственных оборотных средств и работают только на заемных. Кредиторская задолженность с задолженностью по кредитам и займам более чем в 3 раза превышает дебиторскую.

Организациями проводится постоянная работа по передаче социальной сферы в коммунальную и республиканскую собственность, продаются или приватизируются жилые дома, помещения, квартиры. Вместе с тем из 453 таковых, плюс 11 сельхозорганизаций и филиалов, на начало года фактически передано в коммунальную собственность 12. А Программой социально-экономического развития страны до 2020 года предусматривалась их полная передача до конца 2018 года. И какого инвестора могут заинтересовать такие компании?

В. Постовский:

— Необходима программа по выращиванию голубых фишек. Причем изначально ориентироваться нужно на того инвестора, которого предприятие может заинтересовать. Например, для Борисовского завода медицинских препаратов, в организации IPO которого мне довелось участвовать, оптимальные покупатели — крупные зарубежные поставщики субстанций и производители лекарственных препаратов. Причем им целесообразно предлагать контрольный или хотя бы блокирующий пакет. Борисовский завод сильно зависит от качества импортного сырья. Вместе с тем обладает хорошими позициями в России. У каждого предприятия своя специфика, ее необходимо учитывать и искать целенаправленно инвестора. Для одних ОАО — стратегических, для других — портфельных, третьи компании могут заинтересовать в первую очередь инвестиционные фонды...

Е. Ерш:

— Для этого много делается: создается соответствующая инфраструктура, расширяется спектр торговых механизмов и инструментов. В этом году был реализован механизм продажи акций, принадлежащих государству, в режиме «простой аукцион» через торговую систему биржи, в том числе и единственному участнику аукциона. Готовится к реализации проект по созданию на базе биржи торговой площадки «Рынок инноваций». В рамках данной площадки будут созданы условия для публичного выхода из проинвестированных стартапов, которые в своем развитии уже доросли до IPO, а также условия для коллективного инвестирования в высокотехнологичные предприятия и венчурные проекты. Возможно, хотелось бы более