М.П. Самоховец, Н.И. Кравцова

ПЕРСПЕКТИВЫ ПРИВЛЕЧЕНИЯ РЕСПУБЛИКОЙ БЕЛАРУСЬ ФИНАНСОВЫХ РЕСУРСОВ НА МЕЖДУНАРОДНЫХ РЫНКАХ

В статье оцениваются потенциальные возможности Республики Беларусь по привлечению финансовых ресурсов на международных рынках как сравнительно новой и перспективной формы государственных заимствований. При этом особое внимание уделено особенностям и привлекательности размещения суверенных облигаций на фондовом рынке Российской Федерации.

Размещение суверенных облигаций является сравнительно новым инструментом заимствований для Республики Беларусь (РБ), наряду с традиционно привлекаемыми кредитами международных кредитно-финансовых организаций и правительств иностранных государств, в рамках объективной необходимости привлечения дополнительных денежных средств для безинфляционного финансирования дефицита бюджета и поддержания платежного баланса. Так, в структуре внешнего долга РБ кредиты и займы занимают наибольший удельный вес и составляют 57,5% [1], а на долю долговых ценных бумаг приходится всего 6,2%.

При этом за последние 12 лет внешний долг органов государственного управления РБ (на 100% долгосрочный) увеличился в номинальном выражении более чем в 22 раза и составил в 2012 г. 22,6% ВВП (табл. 1). Удельный вес внешнего долга органов государственного управления в валовом внешнем долге РБ составляет 36,3%, а расходы на обслуживание внешнего долга органов государственного управления РБ – 3,3% доходов республиканского бюджета.

Таблица 1

Валовой внешний государственный долг РБ (по состоянию на 1 января)

Показатель	2000 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.
Абсолютные показатели				
Внешний долг органов государственного управления, млрд. долл. США	554,3	8363,0	10057,9	12351,0
Обслуживание внешнего долга органов государственного управления, млрд. долл. США	127,8	288,7	762,1	552,1
в том числе платежи:				
по основному долгу	105,6	139,4	547,2	169,0
по процентам	22,2	149,3	214,9	383,1
Относительные показатели				
Внешний долг органов государственного управления/ВВП, %	4,7	17,0	18,3	22,6

Источник: расчеты авторов на основе официальных данных Национального банка РБ.

На фоне имеющегося потенциала использования государственных ценных бумаг в качестве инструмента государственных заимствований и с учетом увеличения внешнего долга органов государственного управления РБ в динамике просматривается необходимость расширения практики размещения суверенных облигаций РБ, учитывая их сравнительную привлекательность (табл. 2).

Таблица 2

Оценка привлекательности суверенных облигаций
как формы привлечения финансовых ресурсов для РБ

Преимущества	Недостатки
1. Привлечение дополнительных ресурсов в иностранной валюте для финансирования как текущих, так и инвестиционных программ	1. Сравнительно высокие процентные ставки (по сравнению с кредитами стран ЕС, МВФ и т. п.)
2. Большой объем финансирования, который можно привлечь единовременно	2. Большие расходы на обслуживание процесса размещения государственных облигаций, основным из которых является вознаграждение профессиональных участников рынка ценных бумаг
3. Повышение инвестиционной привлекательности, получение известности на мировых финансовых рынках	3. Законодательство в области регулирования рынка ценных бумаг РБ не в полной мере соответствует международным требованиям
4. Диверсификация долгового портфеля	
5. Исключение зависимости от одного государства-кредитора и необходимости выполнения связывающих обязательств в рамках кредитной программы	

Источник: собственная разработка авторов.

Заметим, что рынок государственных ценных бумаг РБ регулируется многообразными постановлениями Совета Министров РБ и Министерства финансов РБ [2], однако не подпадает под действие Закона РБ от 12.03.1992 г. №1512-XII «О ценных бумагах и фондовых биржах», который определяет единый порядок выпуска и обращения ценных бумаг.

Выпуск государственных ценных бумаг в РБ на внутреннем рынке осуществляется с 1994 г. путем проведения аукционов, а в отдельные периоды (2009-2010 гг.) – путем прямой продажи Национальному банку РБ в рамках реструктуризации задолженности Правительства РБ по ранее полученным кредитам. Активизация деятельности РБ по выпуску суверенных облигаций на внешних рынках отмечается с 2010 г., когда был принят ряд следующих нормативных правовых актов, регулирующих выпуск государственных облигаций РБ, в целях привлечения иностранных инвестиций в экономику:

Указ Президента РБ от 13.05.2010 г. №245 «О выпуске государственных облигаций Республики Беларусь» и Постановление Совета Министров РБ от 22.10.2010 г. №1542 «О выпуске государственных долгосрочных облигаций»;

Указ Президента РБ от 09.10.2010 г. №527 «Об организации выпуска государственных облигаций Республики Беларусь» и Постановление Совета Министров РБ от 22.10.2010 г. №1543 «О некоторых мерах по реализации Указа Президента Республики Беларусь от 09.10.2010 №527».

В соответствии с Указом №245 Совету Министров было предоставлено право в 2010-2011 гг. осуществлять выпуски государственных облигаций на сумму до 2 млрд. долл. США со сроком обращения не менее пяти лет и размещением их за пределами территории РБ, Указом №527 – до 15 млрд. российских рублей со сроком обращения до пяти лет и размещением их на территории РФ (в соответствии с Соглашением об оказании услуг по организации размещения государственных облигаций РБ, номинированных в валюте РФ и эмитируемых на территории РФ от 23.12.2009 г.).

Так, в августе 2010 г. осуществлен дебютный выпуск еврооблигаций РБ (с доразмещением) на Люксембургской фондовой бирже на сумму 1 млрд. долл. США, затем последовал очередной выпуск в январе 2011 г. на сумму 0,8 млрд. долл. США. Размещение суверенных облигаций РБ на финансовом рынке РФ произошло в декабре 2010 г. на Московской межбанковской валютной бирже (ММВБ) на сумму 7 млрд. рос. руб. [3].

Условия размещения суверенных облигаций РБ в период 2010-2011 гг. (в 2012-2013 гг. выпуск не осуществлялся) приведены в табл. 3.

Таблица 3

Условия размещения государственных облигаций РБ
на международных финансовых рынках

Размещение	Сумма	Ставка купона, %	Погашение
Люксембургская фондовая биржа, млрд. долл.			
август 2010 г.	600	8,75	03.08.2015
доразмещение, август 2010 г.	400	8,251	03.08.2015
январь 2011 г.	800	8,95	26.01.2018
Московская межбанковская валютная биржа, декабрь 2010 г., млрд. руб.	7	8,7	20.12.2012

Источник: информация официального сайта Министерства финансов РБ.

Процедура размещения суверенных облигаций на международных финансовых рынках является традиционной, включает широкий круг участников и предусматривает несколько этапов [4]:

– принятие решения о процедуре эмиссии ценных бумаг, определение основных характеристик будущего займа: объема эмиссии, ставки купона, фондовой биржи, на которой будет осуществлено размещение, андеррайтера[1] размещения и участников банковского синдиката;

– утверждение решения о выпуске ценных бумаг, начало размещения, регистрация ценных бумаг, размещение ценных бумаг;

– уведомление об итогах выпуска ценных бумаг.

Первый этап является наиболее важным, так как именно от того, насколько правильно определены параметры выпуска, зависит успешность размещения. При привлечении средств на фондовом рынке эмитент заинтересован в размещении всего выпуска ценных бумаг по наименьшей процентной ставке. Вместе с тем, если инвесторы оценивают кредитный риск эмитента выше, чем предложенные ставки, то существует риск размещения не в полном объеме. Определяющим фактором является также выбор андеррайтера и формирование банковского синдиката. Банк-андеррайтер помогает эмитенту определить основные параметры выпуска и берет на себя (частично или полностью) риск размещения, гарантируя эмитенту привлечение средств в полном объеме. Для выхода на международный фондовый рынок эмитенту необходимо получить кредитный рейтинг от ведущих мировых рейтинговых агентств, что позволит инвесторам оценить риски и платежеспособность эмитента, а эмитенту – привлекать заемные средства под соответствующую процентную ставку. Важно правильно определить фондовую биржу, на которой будет происходить размещение ценных бумаг. Как правило, фондовые рынки стран–партнеров по международной торговле позволяют осуществлять эмиссию государственных облигаций под более низкий процент. Дополнительным фактором, влияющим на успешность размещения ценных бумаг, является конъюнктура на мировом финансовом рынке. Неблагоприятная ситуация с долговыми обязательствами какой-либо страны может спровоцировать более консервативное поведение инвесторов, которые могут начать выводить свои капиталы из ценных бумаг всех развивающихся стран.

На втором этапе значительна роль андеррайтеров, которые либо полностью выкупают выпуск ценных бумаг у эмитента, затем размещая его среди инвесторов и тем

[1] *Андеррайтер – инвестиционный банк (инвестиционная компания), осуществляющий руководство процессом выпуска ценных бумаг и оказывающий посреднические услуги эмитенту. Андеррайтер может полностью или частично гарантировать размещение ценных бумаг, либо выкупая полностью выпуск у эмитента для дальнейшей реализации среди инвесторов, либо гарантируя реализацию неразмещенной части выпуска.*

самым гарантируя эмитенту привлечение средств в полном объеме, либо выкупают неразмещенную часть ценных бумаг, принимая на себя риск лишь частично.

Третий этап – раскрытие информации об итогах выпуска – зависит от правовых особенностей конкретной страны, но, как правило, эта процедура содержит стандартные положения.

В ходе осуществления поставленной Правительством РФ в 2008 г. задачи по созданию в Москве международного финансового центра принят и находится в процессе реализации ряд проектов, включая инфраструктурные, законодательные, инвестиционные. Одним из основных направлений работы является привлечение на российский фондовый рынок иностранных эмитентов. И хотя формально запретов на выход иностранных эмитентов на российский фондовый рынок нет (необходимо заключение меморандума о взаимопонимании между регулирующими органами по финансовым рынкам эмитента и российскими регулирующими органами по финансовым рынкам), реально число таких эмиссий невелико.

Первым иностранным эмитентом на российском рынке ценных бумаг стала РБ. Это было знаковое событие как для российского рынка, так и для эмитента. Выпуск суверенных облигаций РБ готовился несколько лет, из-за неблагоприятной конъюнктуры на мировых финансовых рынках несколько раз откладывался.

Первоначально стоимость облигационного займа ожидалась выше ранее привлеченных кредитов РБ. Однако Банк России в целях поддержания работы по привлечению иностранных эмитентов и стимулирования спроса со стороны российских банков установил коэффициент риска по вложениям банков в суверенные долги РБ 100% вопреки требуемым ранее по инструкции «Об обязательных нормативах банков» 150% (согласно «Базелю-2»). В итоге удалось снизить стоимость заимствования с ожидаемых 12-14 до 8%. С одной стороны, это был шаг навстречу иностранному эмитенту со стороны российских регуляторов финансового рынка, с другой – это привело к тому, что один из банков–организаторов размещения государственных облигаций РБ отказался от участия в банковском синдикате: Внешэкономбанк не устроили процентные ставки по облигациям.

Ведущим банком, занимавшимся размещением облигаций, стал Сбербанк как обладающий необходимой ликвидностью и возможностями поддержать рынок. В банковский синдикат также вошли Газпромбанк и Альфа-банк.

Заинтересованность со стороны инвесторов можно было объяснить тем, что при инвестиционном рейтинге РБ на тот момент B+ (что соответствует оценке возможности исполнения долговых обязательств в срок и в полном объеме по классификации международного рейтингового агентства Standart and Poor's Corporation) ее суверенные облигации размещались с ощутимой премией в сравнении с аналогичными по уровню риска облигациями субъектов РФ, которые имели возможность заимствовать на фондовом рынке по ставке чуть менее 8%. В стоимость облигационного долга РБ были заложены премии за страновой риск и за первый выход на российский фондовый рынок.

В первый год обращения на российской бирже ММВБ рынок суверенных облигаций РБ был низколиквидным и небольшим по объему совершаемых ежедневно операций. Это было связано, во-первых, с тем что «Беларусь-01» – ценные бумаги не для коротких инвестиций, которые можно быстро продать, а во-вторых, многие инвесторы оценивали кредитный риск РБ выше, чем процентные ставки по выпущенным облигациям.

Во второй половине 2011 г. доходность по облигациям «Беларусь-01» на вторичном рынке возросла до 20-25%, активизировались торги на фондовой бирже ММВБ. Это было связано с тем, что на фоне наблюдавшегося роста доходностей по суверенным долгам стран Европы, некоторые из которых фактически были на границе дефолта, риск дефолта РБ не был столь велик. Многие банки, имеющие облигации РБ

на балансе, начали продавать их из-за ухудшения своих показателей устойчивости и отсутствия возможности держать рисковые бумаги, в то время как спрос еще не успел отреагировать, приходилось продавать облигации с существенной скидкой. Инвесторы оценили также, что основным торговым партнером РБ является РФ и поэтому государство не допустит дефолта по своим суверенным рублевым облигациям.

Исходя из этого, можно выделить некоторые особенности дебютного размещения суверенных облигаций РБ на рынке РФ:

– уникальность допуска на рынок – РБ является первым иностранным государством-эмитентом (не международной финансовой организацией), которое получило право на публичное размещение государственных облигаций, и их обращение в РФ в соответствии с требованиями законодательства РФ;

– специфическая цель размещения суверенных облигаций – погашение синдицированного бридж-кредита[2] российских банков, предоставленного 31.12.2009 г. Правительству РБ сроком на 13 мес. в размере 6 млрд. российских рублей;

– успешность размещения – эмитент привлек средства в полном объеме под относительно низкую ставку и выполнил все обязательства перед инвесторами в срок.

Выбор оптимальной площадки для последующих размещений становится одной из главных задач в области управления государственным долгом РБ. Представляется, что основное внимание при этом следует сосредоточить на фондовых рынках РФ, ЕС и Китая, с учетом положительных и отрицательных сторон для РБ (табл. 4).

Таблица 4

Сравнительная характеристика международных фондовых рынков для размещения суверенных облигаций РБ*

Фондовый рынок	Положительные факторы для РБ	Отрицательные факторы для РБ
РФ	1. Эмитент известен потенциальным инвесторам по международной торговле, что вызывает доверие у инвесторов. 2. Есть успешный опыт привлечения заемных средств на фондовом рынке. 3. Регулирующие органы по финансовому рынку заинтересованы в привлечении иностранных эмитентов.	1. Риск «одного кредитора».
ЕС	1. Формирование имиджа надежного заемщика на мировом финансовом рынке. 2. Диверсификация риска одного кредитора.	1. Недоверие инвесторов к эмитентам из развивающихся стран, что отражается в рисках размещения в неполном объеме, низкой ликвидности и бегства капитала при изменении конъюнктуры. 2. Завышенная оценка страновых и политических рисков, что отражается в повышенных процентных ставках. 3. Неблагоприятная ситуация на самом финансовом рынке ЕС.
Китай	1. Выход на азиатские фондовые рынки.	1. Эмитент мало знаком потенциальным инвесторам, что может привести к повышенным процентным ставкам. 2. Сложность регулирования фондового рынка материкового Китая, что может вызвать дополнительные сложности с процедурой эмиссии и листинга, а также сузить круг потенциальных инвесторов. 3. Определение валюты заимствования и проводимая политика искусственного занижения курса китайского юаня.

** Собственная разработка авторов.*

[2] *Бридж-кредит – так называемый промежуточный кредит, т.е. краткосрочный кредит на урегулирование срочной финансовой проблемы.*

Сравнительный анализ фондовых рынков РФ, ЕС и Китая с точки зрения возможных преимуществ для размещения суверенных облигаций РБ показывает, что на современном этапе фондовый рынок РФ, как приближенный к условиям РБ и достаточно ликвидный, является наиболее предпочтительным. В то же время фондовый рынок ЕС способствует поддержанию статуса публичности и формированию соответствующего имиджа, а рынок Китая представляет интерес с позиций освоения нового направления и диверсификации рисков.

По нашему мнению, целесообразны следующие перспективные направления размещения суверенных облигаций РБ:

– дальнейший выпуск суверенных облигаций с учетом их диверсификации: достижение оптимального соотношения долговых обязательств РБ по доходности, срокам их погашения и т.п.;

– поддержание объемов валового внешнего долга на экономически безопасном уровне;

– повышение кредитного рейтинга РБ с целью снижения доходности государственных облигаций[3];

– неукоснительное соблюдение финансовых обязательств РБ перед кредиторами для формирования имиджа надежного заемщика на финансовом рынке;

– развитие соответствующей инфраструктуры рынка государственных облигаций, обеспечение его транспарентности, решение вопросов унификации законодательства РБ с законодательством РФ и международными условиями обращения ценных бумаг, которые были поставлены еще в 2002 г. [5].

Возможные трудности по размещению суверенных облигаций РБ могут быть успешно преодолены как на уровне общегосударственного управления в рамках реализуемой программы социально-экономического развития РБ [6] и программы развития рынка ценных бумаг [7], так и по мере приобретения РБ опыта размещения государственных ценных бумаг на финансовых рынках зарубежных стран. Кроме того, еще в 2011 г. была сформулирована задача по выходу на международный финансовый рынок (в том числе рынок РФ, оцениваемый как высоколиквидный) корпоративных заемщиков РБ. В этой связи в 2014-2015 гг. предполагается провести IPO[4] крупнейших белорусских компаний – РУП «МТЗ», РУП «Гомсельмаш», ОАО «БМЗ», ОАО «Горизонт», ОАО «БАТЭ» [8].

Указанные мероприятия по активизации размещения суверенных облигаций РБ на международных финансовых рынках будут способствовать привлечению дополнительных источников финансирования расходов государственного бюджета и рефинансирования государственного долга РБ, развитию рынка ценных бумаг в целом. В конечном счете, взаимная выгода от сотрудничества РБ и РФ в этой сфере видится в более эффективном решении государственной задачи по широкому использованию признанных мировым сообществом финансовых инструментов и успешной интеграции государств в международную финансовую систему.

Литература

1. *Структура внешнего долга РБ по видам финансовых инструментов // Платежный баланс РБ за 2011 год. Минск: НБ РБ.*
2. *Нормативные документы, регулирующие рынок государственных ценных бумаг. URL: http://www.minfin.gov.by/rmenu/equity-market/acts/securities/ Дата доступа: 13.11.2012 г.*

[3] *Рейтинг РБ определялся как B1(Moody's)/B+(S&P) на момент дебютного размещения еврооблигаций.*
[4] *IPO – Initial Public Offering – первое публичное размещение акций на фондовой бирже.*

3. *Беларусь погасила синдицированный кредит банков РФ на 6 млрд. рос. руб. за счет размещения облигаций на российском рынке URL: http://www.prime-tass.by/News/show.asp?id=88293 Дата доступа: 14.11.2012 г.*
4. *Раскрытие информации. URL: http://www.minfin.gov.by/rmenu/dolg/vnesh_dolg/invest/raskinfo/ Дата доступа: 15.11.2012 г.*
5. *Постановление Совета Министров от 30.11.2002 №1663 Система КонсультантПлюс*
6. *Указ Президента РБ от 11.04.2011 №136 «Об утверждении Программы социально-экономического развития Республики Беларусь на 2011-2015 гг.» Система КонсультантПлюс. Дата доступа: 18.11.2012 г.*
7. *Постановление Совета Министров РБ и НБ РБ от 12.04.2011 №482/10 «О программе развития рынка ценных бумаг Республики Беларусь на 2011-2015 гг.» Система КонсультантПлюс. Дата доступа: 18.11.2012 г.*
8. *В 2014-2015 годах планируется провести IPO пяти белорусских промышленных гигантов. URL: http://news.tut.by/economics/320204.html Дата доступа: 13.11.2012 г.*