

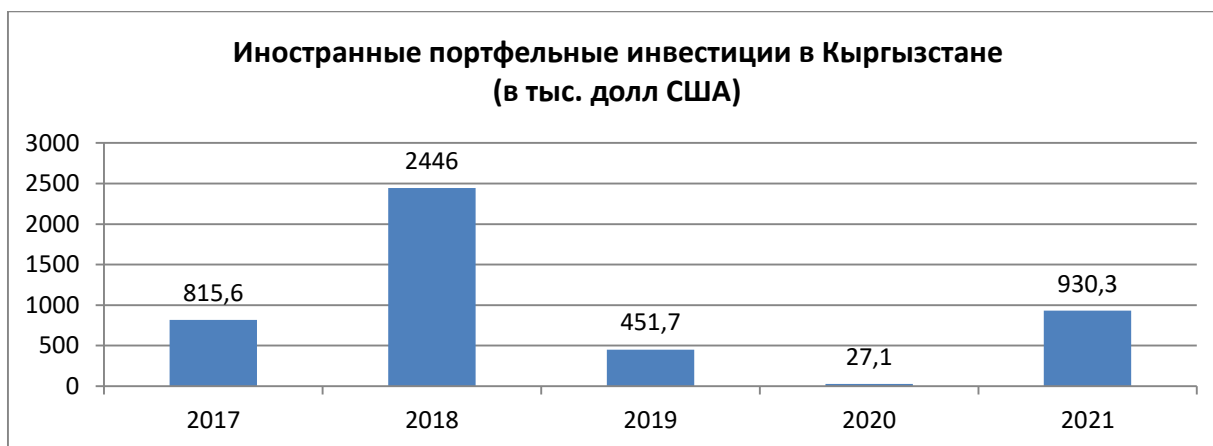
Программа по выходу Кыргызской Республики на международные рынки капитала на 2023-2026 годы

1. Предпосылки

Привлечение инвестиций с рынков капитала за счет выпуска акций, облигаций и других ценных бумаг является основным источником финансирования для развития, как частного, так и государственного сектора. Так в США до 80% инвестиций привлекается с фондовых рынков и только около 20% за счет банковского финансирования. Привлечение инвестиций с рынков капитала, например в виде выпуска облигаций или размещения акций, имеет ряд преимуществ по сравнению с получением традиционных кредитов в виде отсутствия необходимости предоставления залога, меньшей стоимости привлечения средств, более долгосрочного финансирования, увеличения прозрачности деятельности бизнеса, улучшения корпоративного управления и эффективности компаний. Зачастую компании могут привлекать инвестиции с рынков капитала, которые не финансируются банками из-за высоких рисков. В особенности это касается инновационного бизнеса, стартапов, зеленых инвестиций. Для правительств рынки капитала являются основным источником финансирования дефицита бюджета, социальных программ и инвестиционных проектов. По данным Всемирного Банка объем международного рынка капиталов в 2019 году составил 178 триллионов долларов¹. Размещение ценных бумаг на международных рынках обычно называется выпуском **еврооблигаций** или **евробондов** хотя необязательно делается на биржах Европы, приставка евро это дань традиции, покупатели могут быть из любой страны мира.

Однако ни частный, ни государственный сектор в Кыргызстане практически никак не использует эти возможности, несмотря на то, что доступ к финансированию является одной из главных проблем для развития экономики. Так по данным Национального статистического комитета за период с 2017 по 2021 год в Кыргызстан было привлечено всего 4,6 млн. долларов в виде портфельных инвестиций.

¹ <https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/a1bcbfc3-a203-4d5b-b64a-b82a80df11a5/PrimerforPolicymakers-PublicRelease.pdf?MOD=AJPERES&CVID=no.kj3u>



2. Основные проблемы

2.1 Кредитные рейтинги

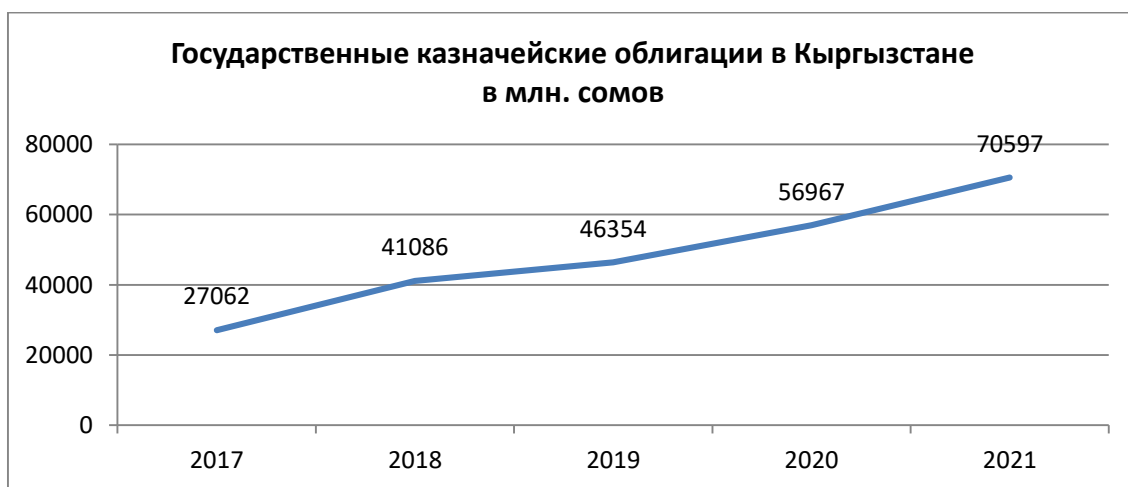
Для выхода отечественных компаний на международные рынки капитала путем размещения облигаций и проведения IPO необходимо выполнение ряда условий. Во-первых, снижение рисков для потенциальных инвесторов путем улучшения кредитных рейтингов. Низкие кредитные рейтинги делают стоимость финансирования слишком высокой, потому что инвесторы закладывают дополнительную премию за повышенные риски. Основой для оценки риска ценных бумаг той или иной страны является суверенный кредитный рейтинг, который присваивается международными рейтинговыми агентствами. Наиболее авторитетными рейтинговыми агентствами, на оценку которых ориентируется большинство инвесторов, является большая тройка в лице Standard & Poor's, Moody's Agency и Fitch Agency. В совокупности они охватывают 95% рынка. По сложившейся международной практике кредитный рейтинг частной компании или банка в той или иной стране не может быть выше суверенного кредитного рейтинга страны. Кыргызстан впервые получил суверенный кредитный рейтинг от Standard & Poor's и Moody's Agency в 2015 году. Кыргызстану был присвоен рейтинг B2, что в целом оценивается как не инвестиционный и спекулятивный показатель. В 2022 году суверенный кредитный рейтинг Кыргызской Республики был понижен Moody's Agency до уровня B3. Это означает, что инвесторы будут вкладываться в ценные бумаги, имеющие подобный рейтинг только при наличии весьма значительной доходности, что делает финансирование слишком дорогим.

2.2. Отсутствие государственных ценных бумаг на международных рынках капитала

Государство в Кыргызстане за всю историю своей независимости ни разу не выходило на международные рынки капитала за получением финансирования, предпочитая получать необходимые средства у двухсторонних и многосторонних доноров и в случае необходимости с внутреннего рынка капитала путем выпуска краткосрочных государственных казначейских векселей ГКВ и долгосрочных государственных казначейских облигаций ГКО.

В Стратегии управления государственным долгом Кыргызской Республики на 2022-2024 годы утвержденной постановлением Кабинета министров от 1 июля 2022 года № 357 указано, что «Учитывая текущий уровень долгового бремени и вытекающие из этого возможные вызовы устойчивости долга Кыргызской Республики, понимая природу и масштабы потенциальных затрат и рисков, связанных с осуществлением государственных заимствований на международном рынке капитала, Кабинет Министров Кыргызской Республики воздержится от выпуска и размещения облигаций в иностранной валюте на внешних финансовых рынках»

Однако, если посмотреть на структуру государственного долга Кыргызской Республики, то можно увидеть, что для финансирования дефицита бюджета и государственных расходов идет постоянное увеличение привлечения средств в государственные ценные бумаги с внутреннего рынка. Так внутренний государственный долг Кыргызской Республики с 2017 по 2021 год увеличился с 30,9 млрд. сомов до 72,3 млрд. сомов. Большую часть этого государственного долга составляют государственные казначейские облигации сроком в 2, 5 и 10 лет, объем которых вырос с 27 млрд. сомов в 2017 году до 70,6 млрд. сомов в 2021 году.



И если стоимость получения финансирования у доноров является весьма низкой, то стоимость привлечения с внутреннего рынка капитала по результатам последних аукционов проводимых в 2022 году составила 15% по 5 летним облигациям и 15,5% по 10-летним облигациям, что является достаточно высокой финансовой нагрузкой. Объем внутреннего государственного долга постоянно растет, также потому что финансирование от международных доноров не обладает достаточным уровнем гибкости, так как выделяется на конкретные инвестиционные проекты и программы и не может использоваться для покрытия текущих расходов правительства. С постепенным ростом ВВП на душу населения условия получения кредитов у международных финансовых организаций для Кыргызской Республики будут ужесточаться, уже в ближайшей перспективе Кыргызстан не сможет получать займы на условиях МАР. Таким образом, государство будет вынуждено все более и более широко использовать выпуск государственных ценных бумаг для финансирования государственного долга и в этом случае выход государственных ценных бумаг на международные рынки капитала мог бы стать хорошей альтернативой займам на внутреннем рынке, позволяя привлекать более дешевое финансирование и снижая нагрузку на бюджет.

Также отсутствие государства на международных рынка капитала затрудняет или делает невозможным выход туда и отдельных компаний, так как у инвесторов отсутствует бенчмарк для рынка и они в этом случае будут инвестировать только по очень высокой ставке вознаграждения, закладывая туда максимальные уровни риска

Справка. Опыт выпуска суверенных еврооблигаций в Центральной Азии

Среди государств СНГ только Кыргызстан и Туркменистан еще не выходили на международные рынки капитала с государственными ценными бумагами. Казахстан выпускает еврооблигации, начиная с 1996 года, открыв казахстанским фирмам доступ к западным кредитам. Сегодня казахстанские корпорации являются более регулярными эмитентами еврооблигаций, чем само государство, сотни казахских компаний и банков вышли на международные биржи, привлекая десятки миллиардов долларов в экономику. В 2018 году Казахстан продал пятилетние еврооблигации на сумму 525 млн евро всего под 1,55% годовых, что на тот момент было рекордно низким показателем для любой постсоветской страны и всего на 0,1% дороже чем доходность 10 летних американских государственных ценных бумаг.

Таджикистан вышел на рынок еврооблигаций в 2017 году, разместив 10 летние ценные бумаги на сумму 500 миллионов долларов под 7,125%. При этом спрос со стороны инвесторов составил около 4 миллиардов долларов, что позволило снизить первоначальную доходность в размере 8%. Полученные средства должны были пойти на строительство Рогунской ГЭС.

Правительство Узбекистана впервые вышло на рынок еврооблигаций в 2019 году. Выпуск был разделен на два транша по 500 млн. долларов с погашением в 2024 и 2029 годах.

Спрос инвесторов превысил объем размещения почти в четыре раза и составил накануне закрытия книги 3,8 млрд долларов от примерно 150 институциональных инвесторов. Это позволило снизить ориентиры по доходности в ходе сбора заявок с 5,625–5,75% и 6% годовых до 4,75% и 5,375% годовых соответственно.

Основную часть евробондов Узбекистана выкупили английские инвесторы — 39% (пятилетние) и 32% (десятилетние), на инвесторов из США пришлось 23 и 31%, из континентальной Европы — 32 и 27%, инвесторы из стран Азии, Ближнего Востока и Северной Африки выкупили по 6 и 10% соответственно.

Организаторами размещения дебютного выпуска стали JP Morgan, Citi, а также российский Газпромбанк.

В 2020 году Узбекистан выпустил два транша еврооблигаций на 555 млн долларов и 2 трлн сумов со сроками погашения в 2030 и 2023 годах соответственно. Заказы составили 3,8 млрд долларов и 5 трлн сумов.

По итогам торгов долларový транш на 555 млн долларов с доходностью 3,7% годовых был выпущен сроком на 10 лет (срок погашения — 25 ноября 2030 года). Деноминированные в сумах евробонды на 2 трлн сумов с доходностью 14,5% годовых были размещены на 3 года (25 ноября 2023 года).

При этом министр финансов Узбекистана подчеркнул, что «правительство будет размещать облигации не ради привлечения средств, а ради создания бенчмарка для узбекского рынка. Мы хотим, чтобы узбекские компании тоже вышли на международный финансовый рынок»

2.3. Слабое корпоративное управление

Ключевым условием для выхода на международные рынки капитала является наличие грамотного управления в компании, так как сама подготовка к выпуску еврооблигаций или выход компании на

международное ПРО требует большой подготовительной работы, детальной и прозрачной финансовой отчетности по международным стандартам, хороших показателей эффективности работы и доходности бизнеса. Руководство компании в ходе размещения ценных бумаг должно убедить инвесторов в том, что они несут минимальные риски для того, чтобы привлечь как можно больше желающих и получить средства под максимально выгодные условия. Государство в Кыргызстане владеет несколькими активами, которые при соответствующей подготовке могли бы привлечь несколько миллиардов долларов при размещении части ценных бумаг на международных фондовых биржах, например РСК и Айыл банк или Кыргызтелеком, однако это невозможно сделать при текущем качестве управления. Отсутствие независимых директоров в Советах директоров компаний снижает в целом стоимость компаний, доверие со стороны потенциальных и инвесторов, и возможность вывода подобных компаний на фондовые площадки.

В Кыргызстане требования к независимым директорам были отражены в Законе об акционерных обществах в редакции от 28 июля 2017 года. Однако в последующем не были подкреплены подзаконными актами, которые бы регламентировали правила выдвижения, назначения и квалификации независимых директоров. Также не были закреплены основные функции независимых директоров: от имени акционеров осуществлять контроль деятельность компании, участвовать в определении стратегических направлений развития, участвовать в принятии решения о дивидендных выплатах, следить за качеством корпоративного управления в организации и другие. В международной практике независимые директора в компаниях составляют 80-85%, в России – 40%, в Кыргызстане институт независимых директоров присутствует только в акционерных обществах, компаниях с иностранным участием.

3. Необходимые шаги

3.1. Улучшение суверенного кредитного рейтинга

По итогам 2022 года суверенный кредитный рейтинг Кыргызской Республики был понижен Moody's Agency с уровня B2 до уровня B3. Основными причинами явились инвестиционный спор связанный с Кумтором и возможный экономический кризис в России, что негативно скажется на уровне денежных переводов и экспорте, приведя к сокращению экономического роста. Также причинами низкого рейтинга по оценке агентства является низкая экономическая сила государства, очень слабые государственные институты за исключением прозрачности данных,

средние оценки фискальной устойчивости и средний уровень страны по восприимчивости к рискам из-за высокой долларизации банковского сектора и высоких политических рисков. Такой рейтинг является высоко спекулятивным и не позволит привлекать средства с международного рынка капитала на выгодных условиях. И хотя многие показатели Кыргызской Республики, которые негативно влияют на рейтинг, например, небольшой размер экономики, низкий доход на душу населения, высокая зависимость от мигрантов и экспорта золота не могут быть изменены в краткосрочной и среднесрочной перспективе все же можно предпринять ряд шагов по улучшению рейтинга путем проведения структурных реформ в части усиления институтов, улучшения инвестиционного климата и макроэкономических показателей. Эта работа должна курироваться на самом высоком уровне и поддерживаться устойчивым механизмом мониторинга. Предлагается создание постоянно действующей рабочей группы высокого уровня по улучшению суверенного рейтинга при Министерстве финансов КР с участием Министерства экономики и коммерции КР, НБКР и Национального агентства по инвестициям при Президенте КР как основных государственных органов чья политика влияет на суверенный кредитный рейтинг. Часть мер необходимых для улучшения рейтинга перечислена в плане действий к Программе, однако рабочая группа может разработать дополнительные меры, проводя консультации с международными рейтинговыми агентствами.

3.2. Выпуск суверенных еврооблигаций

Необходимо уже в настоящее время начать подготовку к первому выпуску государственных еврооблигаций Министерством финансов. Размещение их даже под относительно высокие проценты в связи с текущим низким уровнем суверенного кредитного рейтинга, во-первых, создаст необходимый опыт и институциональную память для размещения последующих выпусков. Во-вторых, начнет создаваться кредитная история Кыргызской Республики, что будет способствовать в дальнейшем улучшению восприятия инвесторов и более низким процентным ставкам. В третьих, условия по еврооблигациям в случае если они будут более выгодны чем по ГКО, размещаемым на внутреннем рынке, позволят снизить фискальную нагрузку на бюджет. Также размещение суверенных еврооблигаций позволит создать бенчмарк для выхода на рынок отечественных частных компаний. С целью снижения рисков для бюджета первый выпуск еврооблигаций предлагается осуществить в минимальном объеме на сумму 200-300 млн. долларов США.

Международная практика показывает, что инвесторы более заинтересованы в еврооблигациях, выпускаемых для финансирования

конкретного инвестиционного проекта, который обладает достаточной нормой доходности, чтобы обеспечить возврат инвестиций. Это позволит снизить доходность выпускаемых еврооблигаций и сократить нагрузку на бюджет по их обслуживанию и погашению. В качестве такого высокорентабельного проекта могли бы выступить реконструкция международных аэропортов, строительство ГЭС, платная автодорога или железная дорога, капитализация государственных банков.

3.3. Улучшение корпоративного управления в государственных компаниях и подготовка их выхода на международные рынки

Улучшение корпоративного управления в государственных компаниях позволит создать и реализовать стратегию по их реструктуризации, увеличению эффективности и последующему выходу на международный рынок капитала. Ключевую роль в этом процессе должны играть советы директоров отобранных государственных компаний. В качестве пилотных компаний, обладающих наибольшим потенциалом для привлечения средств, предлагается определить РСК, Айыл банк и Кыргызтелеком. Прогнозируемый объем инвестиций, который можно будет получить в случае выхода этих компаний на международный рынок капитала, например, на Лондонскую фондовую биржу, оценивается в 3-5 миллиардов долларов США в случае сохранения государственного контрольного пакета акций и 7-9 млрд. долларов в случае их полной приватизации.

Необходимо принять нормативные акты в реализацию Закона КР от 28 июля 2017 года № 154, согласно которым не менее 30 процентов состава совета директоров должны быть независимыми членами совета директоров. Также необходимо создать условия для привлечения в состав советов директоров иностранных граждан, имеющих необходимый опыт и квалификацию.

Ключевым органом по реализации Программы должно стать Министерство финансов Кыргызской Республики, как в силу своих функциональных обязанностей так и возможности координации действий других государственных органов. Техническую поддержку также может оказывать Секретариат Инвестиционного Совета. Предлагается регулярно заслушивать на заседаниях Инвестиционного Совета ход реализации Программы по привлечению инвестиций в Кыргызстан с международных рынков капитала.