

Драгомир Бояджиев
управляващ партньор
в Corula Capital Advisors

Регионът има нужда от общ фондов пазар

Интервюто взе Чавдар Първанов | chavdar@dnvnik.bg

Българският капиталов пазар се намира в стагнация вече повече от 2 години и половина. Въпреки първите признаци на стабилизиране на икономиката кризата на този пазар продължава с пълна сила, което наред с пресъхналото банково кредитиране е още една спънка пред възможностите за финансиране на проекти от реалния бизнес. За проблемите и възможните решения се обърнахме към Драгомир Бояджиев, управляващ партньор в Corula Capital Advisors – консултантска компания в сферата на корпоративните и пазарните проучвания, търговията с ценни книжа, управлението на портфейли. Той е и един от учредителите на наскоро създадената Асоциация на инвестиционните мениджъри в България (БИМА), обединяваща професионалисти от сферата на инвестициите. Асоциацията е член на една от големите европейски гилдии в бранша – Европейската федерация на сруженията на финансовите аналитици (EFFAS), в която членуват 15 000 професионалисти.



**ЕУФОРИЯТА НА БОРСАТА
ОТПРЕДИ КРИЗАТА НЯМА
ДА СЕ ПОВТОРИ СКОРО**

**КОМПАНИИТЕ НА БФБ
И СЕГА СЕ ТЪРГУВАТ
НА СРАВНИТЕЛНО
ВИСОКИ НИВА**

Кои са причините българският капиталов пазар да продължава да е в депресия? Как виждате излизането му от нея?

Най-спонтанният отговор на този въпрос би бил тежката макроикономическа обстановка в момента. Кризата, започнала като финансова и криза на доверието, еволюира в дългов проблем, застрашаващ цели държави. Опасността от двойна рецесия изглежда все по-реална независимо от добрите показатели от последното полугодие при редица държави. В тези условия закономерно инвеститорите предпочитат да заемат изчаквателни позиции, вместо да се излагат на трудно оценени рискове на развиващите се пазари, както е и българският. Детайлен поглед върху представянето на географски близки до нас пазари показва, че в движението на SOFIX например няма нищо необичайно. Изменението на основния ни индекс за последните три години, както и представянето му до момента за 2010 г. е в абсолютен унисон с движението при индексите на Сърбия, Босна и Херцеговина, Словения, Хърватия, Македония, Словакия и в голяма степен Румъния. Забелязват се редица съвпадения както при представянето на индексите за тези периоди, така и при драстичния спад на изтъргуваните обеми.

Тази силна корелация не е случайна, а обяснението ѝ е просто – целият регион е една „неизследвана“, високорискова и в голяма степен непозната област от европейската инвестиционна карта. Това е група от държави, на която чуждите инвеститори гледат като на едно цяло – открит и закриват позиции при следване на една

и съща стратегия по простата причина, че всички представляват еднакво малки и неразвити пазари. В този смисъл следване на политиката „всеки да се спасява сам“ е неразумно решение. Необходимо е воля и желание за организиране и развитие на общ регионален пазар по примера на OMX или Euronext. Само по този начин регионът може да стане достатъчно интересен и привлекателен за западните вложители. Иначе алтернативата за малките регионални борси, каквато е и БФБ, остава силно волатилна, високорисков пазар, с позиции, до голяма степен движени от отделни местни и чужди институционални инвеститори.

Само ниската ликвидност на пазара и лошата инфраструктура ли са основните спънки? Има ли дефицит на доверие в мажоритарните собственици на публичните дружества и защо например притежаващите свободни средства пенсионни фондове не инвестират в успешно преминали кризата български предприятия, чиито показатели говорят за подцененост на акциите им?

Без съмнение слабата ликвидност е сериозен проблем за всеки инвеститор. Липсата на достатъчен фрий флот прави проблемно както влизането в позиция, така и излизането от нея, а в комбинация с преобладаващо малки по капитализация компании се изключват цели сектори от интереса на големите инвеститори на БФБ. Този показател носи след себе си и друг сериозен проблем, който е типичен за развиващите се пазари. Генератор на ниска ликвидност в повечето случаи е мажоритарен собственик, кой-

то често по една или друга причина не работи за интереса на миноритарните държатели в компанията. Дали вследствие на прилагани лоши корпоративни практики, пазарна конюнктура или друго, но сме ставали свидетели на редица примери, при които притежателят на основния пакет акции откровено играе срещу останалите съакционери. Това естествено добавя нова премия в очакваната доходност на позицията и така прави пазара ни още по-малко привлекателен. За съжаление този проблем е актуален и в момента, а страховете от споменатите порочни практики се възбудиха през последните седмици, когато предложението на КФН за даване на възможност за увеличение на капитала на дадена компания без участие на акционерите и чрез апорт беше посрещнато „на нож“ от гилдията. При всички случаи слабата ликвидност и недоверието в мажоритарния собственик са типични болести за неразвитите капиталови пазари, които отшумяват с времето и развитието на финансовата култура на пазара.

Има ли нужда от индекс на доверието на БФБ или специален сегмент, на който да се търгуват наистина първокласни местни компании, които се поддържат към добрите практики и най-високите стандарти за корпоративно управление?

Изключително важно е, първо, да кажем кои инвеститори дадоха и биха дали отново доверието си на БФБ. Личното ми мнение е, че да говорим за някаква особено силно инвеститорско доверие във фондовата ни борса е пресилено. Пазарът ни се оказва на „точното място, в

точното време“ или, ако мога да перифразирам – през точните години с точното Р/Е (съотношение цена/печалба на акция). Това беше основният фактор, за да можем наред с другите страни от региона да привлечем значим чуждестранен капитал, който предизвика достатъчно еуфория сред голям брой нерационални инвеститори. Трябва да ни е ясно, че тази еуфория няма да се повтори, поне не и в близките години, и какъвто и ръст да отбележат индексите на БФБ, той ще бъде далеч по-премерен и обоснован. А за да стане той реален, неминуемо е необходимо повишаване на прозрачността и коректността в системата, а прилагането на добри практики и спазването високи корпоративни стандарти е задължително условие за наличието на зрял капиталов пазар. Ако трябва да систематизирам – целият пазар трябва да следва този модел на развитие, а първата крачка в тази посока е човешкият фактор – мениджъри, анализатори, брокери, всички да мислят и работят модерно.

Защо продължават да се чакат чуждите инвеститори за раздвижването на фондовия пазар, след като и малкото останали, като „Грамърси“ например, търсят начин да излязат от част от инвестициите си при невъзможността да го направят?

Ситуацията с БАКБ и „Грамърси“ е много показателна за непривлекателността на слаболиквидните и неразвити пазари. Колкото и интересна да е една позиция и колкото и рентабилна да е дейността на една компания, невъзможността за продажбата ѝ на добра цена и в разумни срокове е спирачка за сключване-

то на каквато и било сделка. За да привлечем отново чуждите инвеститори, трябва да се поразмърдаме и да им дадем това, което искат – ликвидност, прозрачност, добри корпоративни практики, знаещи и можещи професионалисти, достъпни и работещи системи за сетълмент и клиринг и естествено ниски цени. Факт е, че все още независимо от сериозното понижение компанията на БФБ се търгуват на сравнително високи нива.

Възможно ли е още български компании да последват примера на „Интеркапитал пропъртис дивелпмънт“ и да потърсят финансиране на Варшавската фондова борса? Какво не достига на българската борса, за да се доближи до полската?

В последните години Варшавската фондова борса отбеляза сериозно развитие и зае място сред големите, водещите борси в региона. Резултатът от публичното предлагане на „Интеркапитал пропъртис дивелпмънт“ доказва този факт, като същевременно утърпа пътя и за други български компании, които биха се възползвали от преимуществата на потенциално двойно листване. За съжаление БФБ трудно би могла да достигне развитието на фондовия пазар във Варшава, тъй като най-малкото индустриите на двете държави са несравними, но развитие в посока организиране на регионален фондов пазар би могло да донесе достатъчно дивиденди на операторите.

Може ли България да се развива и без добре функциониращ фондов пазар, след като има такива успешни примери - Словакия?

Тук отново имаме два коренно различни случая. Борсите на двете държави си приличат изключително много, не случайно и представянето им в последните години и месеци, както и изтъргуваните обеми са сходни. Същевременно обаче между двете държави има една съществена разлика и тя е в структурата на инвестициите в икономиките на всяка от тях. Докато Словакия се радва на сериозни инвестиции в редица области от индустрията и страната се превърна в една от предпочитаните инвестиционни дестинации в Източна Европа, то положението с чуждите инвестиции в България е плачевно. Както е известно, основно тегло в тях имаше строителството – факт, благодарение на който в момента сме свидетели на драматичен спад в стойностите на преките инвестиции за 2010 година.

Каква е идеята с учредяването на Асоциацията на инвестиционните мениджъри в България (БИМА)? Колко са членовете в него и какви цели си поставяте?

Сдружението съществува от август 2009 г. Създадохме го група професионалисти с дългогодишен опит в различни сектори на финансите и инвестициите. Идеята, която ни обедини, беше желанието да изградим модерна европейска професионална организация, която да представлява финансовата и инвестиционна гилдия в България, като същевременно дава достъп на членовете ѝ до опита и постиженията на професионалисти в сектора от цял свят.

➤ на www.dnevnik.bg/pazari пълният текст