

# Главное, есть видение

12-13 сентября 2008 года на Иссык-Куле прошла II ежегодная конференция Казахстанской фондовой биржи по финансовому рынку. Организаторами мероприятия выступили KASE и ТОО «Информационный ресурс MediaPort». Конференция вызвала большой интерес со стороны участников рынка и собрала более ста представителей финансовых компаний и коммерческих банков

Татьяна БАТИЩЕВА

Пленарные выступления и интерактивная дискуссия состоялись по самым насущным вопросам сегодняшней стадии развития фондового рынка. Обсуждались новации в регулировании финансового рынка Казахстана, торговые стратегии в условиях падающего рынка, ограниченной ликвидности и растущей инфляции, а также перспективы развития товарных бирж и национального рейтингового агентства.

Важным событием, по мнению участников конференции, стало объединение торговых площадок KASE и СТП РФЦА, поставившее точку в распылении ликвидности и инвесторов, что уже дает реальные результаты. Как отметил **вице-президент KASE Андрей Цалюк**, на биржу пошли эмитенты, по итогам семи месяцев текущего года появилось 17 новых листинговых компаний, и по этому показателю рынок практически догнал 2007 год. «Это очень позитивный факт, который дает надежду, что локальная составляющая кризиса будет ликвидирована», – сказал он.

Большие перспективы видят участники рынка с принятием новых листинговых правил. По словам **директора департамента развития АРД РФЦА Гульмиры Курганбаевой**, введение новых листинговых правил будет способствовать привлечению на рынок молодых, динамично развивающихся отечественных компаний. «Кроме того, мы ставим перед собой цель активно привлекать в Казахстан иностранных инвесторов и эмитентов. К 2011 году доля ино-

странных эмитентов на СТП РФЦА должна составлять не менее 20%, – сказала представитель АРД РФЦА. – Естественно, что иностранцы придут под четкие листинговые стандарты, гармонизированные с мировыми».

В то же время оценка новых листинговых правил далеко не так однозначна в среде эмитентов и профучастников. Нарекания вызывают излишне жесткие требования к эмитентам, часть бумаг которых переместилась в торговые списки низшей категории. Поэтому представители финансовых компаний обратились к регуляторам с просьбой предоставить эмитентам, чьи бумаги оказались сильно понижены по итогам новой классификации торговых списков, более длительного срока для приведения своих показателей к новым листинговым стандартам (они должны это сделать до 1 декабря 2008 года).

В ходе обсуждения проблем качества аудита казахстанских компаний **вице-президент KASE Болат Бабенов** рассказал собравшимся о желании биржи создать коллегиальный орган, в состав которого должны войти представители KASE, Палаты аудиторов РК, государственных органов и экспертов с целью сделать взаимодействие аудиторов и биржевиков более эффективным. В настоящее время значительное количество листинговых компаний не своевременно предоставляют на биржу аудированную отчетность, ссылаясь на то, что аудиторы срывают сроки проведения аудита.

Активно прошло обсуждение вопроса по созданию в Казахстане то-

варной биржи. Из-за отсутствия в стране технической инфраструктуры биржевой торговли товарами, базовых активов на товары и соответствующего законодательства, работы в этом направлении предстоит много. Однако уже есть видение, каким образом будет происходить развитие такой торговли. Стратегия имеет два направления: торговая площадка KASE будет использована для организации торговли срочными контрактами, базовым активом которых является золото. Торговлю товарами и срочными товарными контрактами планируется развернуть на площадке Международной казахстанской агропромышленной биржи.

Представители казахстанских компаний с интересом ознакомились с опытом работы Узбекской республиканской товарно-сырьевой биржи и Московской межбанковской валютной биржи. Участники конференции выразили пожелания АРД РФЦА взять на вооружение опыт коллег из этих стран.

Среди тем, поднятых участниками конференции в рамках круглого стола, наиболее остро прошло обсуждение дефолта инфраструктурных облигаций АО «Досжан Темир Жолы» при выплате очередного купона. Собравшиеся заслушали позицию регулятора и изложили свои мнения по выходу из создавшейся ситуации. Одним из предложений, которое высказали участники рынка, стало пожелание в качестве критерия лимитов инвестирования активов пенсионных фондов использовать факт наличия тех или иных бумаг в представительском списке ведущих мировых индексов. ■





## Инструменты перетока

В условиях, когда рынок акций «замер», и компании намерены дождаться лучших времен для выпуска долевых инструментов, потенциал долгового рынка становится еще более очевидным

Татьяна БАТИЩЕВА

**Н**а казахстанском рынке доминирует сектор РЕПО, и если говорить о дальнейшем развитии инструментария и самой фондовой биржи, то необходимо выяснить, какой фондовый рынок нужен Казахстану для перераспределения капитала.

Как отметил управляющий активами инвестиционной компании «БТА Секьюритис» Даурен Оразаев, Казахстан – малая экономика, и наши процентные ставки зависят от внешних. Поэтому есть два инструмента перераспределения капитала: банки и фондовый рынок. Первый на текущий момент выполняет эти функции успешно, а второй немного «хромает». Во втором инструменте есть также два варианта – популярный рынок РЕПО и рынок корпоративных инструментов. В данный момент эмитенты не хотят выпускать на рынок акции дешево, им хочется капитализироваться, подождать лучших времен.

В связи с этим остается потенциал долгового рынка. Если посмотреть на его активность с начала года, то она выросла, не считая, конечно, снижения оборотов в августе-сентябре.

«Я думаю, что рынок облигаций может стать альтернативой перераспределения капитала НПФ и денег населения к компаниям реального сектора экономики», – резюмировал спикер.

Модератор дискуссии вице-президент KASE Андрей Цалюк высказал мнение, что при существующем уровне

инфляции доходность облигаций должна быть просто потрясающей. Поэтому рынок сейчас сложно двигать вперед. Дополнительной «сложностью» является активная эмиссионная деятельность Минфина, которая буквально высасывает с рынка деньги инвесторов, создавая конкуренцию компаниям реального сектора.

По мнению вице-президента KASE Болат Бабенова, на рынке облигаций не стоит ждать чудес: большого числа новых эмитентов на горизонте пока не наблюдается. Во-первых, из-за такой высокой инфляции, что доходность бумаг должна быть очень высокой, однако проектов, которые могли бы легко обеспечить 20% долга в Казахстане, сейчас немного. Во-вторых, рынок облигаций во многом подпитывался и зависел от участия на этом рынке пенсионных денег, а значит, сейчас нет предпосылок для того, чтобы эмитенты пошли активно на этот рынок.

«Более того, новые листинговые требования стали жестче: нижняя планка для входа на рынок бондов стала выше, чем была у листинга «В». Поэтому ряд эмитентов пересмотрели свои планы, так как новым листинговым требованиям они будут соответствовать через год, полтора или два, – сказал г-н Бабенов. – Я считаю, что сейчас нужно развивать именно рынок акций, поскольку именно он позволит массово привлечь население и сторонних инвесторов. Все же рынок облигаций – для профессионалов».





**Болат Бабенов:** «В привлечении эмитентов ждем помощь от государства»

На вопрос зала, почему же до сих пор у нас нет рынка акций, вице-президент KASE пояснил, что это структурная проблема, которую нужно решать комплексно. Причин неразвитости рынка акций множество, начиная с несовершенного законодательства. Почти все крупные выпуски акций уходят в Лондон не за деньгами, а для того чтобы получить другую юрисдикцию, отходя от государственного регулирования и контроля. Кроме того, структура собственности в Казахстане сейчас такова, что преобладают частные компании, принадлежащие одному лицу или ограниченной группе лиц, которые, взвешивая все риски, понимают, что выпуск акций на свободный рынок является для них большим риском в плане того же недружественного поглощения.

И в принципе большого инвестора на этом рынке нет, потому что на рынке акций у нас практически отсутствует население. Из-за отсутствия спекулятивного инвестора не наблюдается ликвидности, нет в листинге мелких компаний, поскольку они неинтересны крупным инвесторам. «В этом вопросе, на мой взгляд, должно помочь государство. Понятно, что спекулянты на рынке должны присутствовать в разумных пределах, но у нас сейчас нет даже их минимального числа, – сказал г-н Бабенов. – Конечно, нужно заниматься другими инструментами, но меня удивляет то

внимание, которое регулятор уделяет исламским инструментам, фьючерсам и структурным продуктам. Начинать надо с акций, а в этом направлении практически ничего не делается».

По мнению начальника отдела по связям с общественностью ИФД «RESMI» Татьяны Кудрявцевой, способствовать наращиванию free-float акций должны и сами участники рынка. Большинство из сидящих в зале – представители акционерных обществ, поэтому прежде стоит начать с себя и выпустить дополнительные эмиссии акций.

**ОБЛИГАЦИИ: ПОНИМАТЬ КАК**

Продолжая дискуссию о предпочтительности развития секторов рынка ценных бумаг, Даурен Оразаев высказал следующую точку зрения: «До тех пор, пока внешние процентные ставки будут жестко влиять на внутренние, акционерный капитал будет оставаться дорогим. Другой вариант: когда компании созреют, они сами будут считать, что их капитализация вышла на привлекательный уровень и можно поделить неким пакетом. Что касается рейдерства, то если компанию атакуют рейдеры, значит, она недооценена. Я думаю, это еще вопрос, когда фондовый рынок будет конкурировать в плане перераспределения капитала, – более макроэкономический, чем регуляторный. Я вижу следующие перспективы на ближайшие три



**Андрей Цалюк:** «Осенью возможны понижения рейтингов»



года. Нас ждут большие погашения долга, выпуск которого пришелся на прошлые годы, которые наложатся на посткризисные явления. Соответственно в эти три года будет рефинансировано или погашено около 30% оборота облигаций. Дальше объемы будут снижаться, а через пять-шесть лет начнется очередная волна активности на рынке облигаций. Почему я говорю о погашении? У нас с апреля по июнь прошло несколько успешных погашений. Мы видели в этом перспективу для активности рынка и наши предположения оправдались. Видя дальнейшие погашения, рост активов институциональщиков и новые листинговые требования, мы все-таки считаем, что спрос в этом сегменте увеличится. В связи с этим возможно понижение ставок, и открывается вторая волна долгового капитала, в которой могут участвовать новые как частные, так и государственные компании».

На закономерный вопрос, почему консультанты и брокеры не пиарят сделки с облигациями в отличие от сделок с акциями, Андрей Цалюк ответил так: «Средний объем биржевой сделки с облигациями превышает аналогичный с акциями в четыре раза и приближается к миллиону долларов. Конечно, надо облигации пиарить, но рынок бондов – это рынок, прежде всего, для институциональных инвесторов, тех, кто управляет крупными портфелями».

Болат Бабенов в свою очередь отметил, что рынок облигаций в большинстве стран – внебиржевой рынок. Бонды часто листингуются, но биржевая торговля ими нередко ограничена. Рано или поздно мы к этому тоже придем. Поэтому биржа видит будущее рынка в акциях. «Кроме того, когда мы говорим о привлекательности рынка облигаций, надо помнить, что в первую очередь мы «пилим» пенсионные деньги. И разговаривать о них, во что инвестировать эти деньги, – немного некорректно», – сказал он.



**Даурен Оразаев: «Потенциал рынка - в развитии облигаций»**

Тему «облигации – непрофессиональные инвесторы» продолжила начальник отдела по управлению инвестиционными портфелями компании «БТА Секьюритис» Динара Жангазиева, которая сказала о том, что на рынке пока нет понимания того, что на бондах можно зарабатывать больше, чем на акциях. С прошлого года, когда начала расти инфляция, а курсы акций – падать из-за влияния кризиса ликвидности, рынок понял, что в облигациях сидеть выгодней, так как их ставки фиксированные и привязаны, как правило, к уровню инфляции. И грамотный аналитик, который ведет рынок бондов, знает каждую бумагу и условия по ней, может больше прибыли заработать на бондах. Поэтому физическим лицам здесь играть выгоднее – всегда есть ликвидность и зарабатывать можно с мелкими портфелями в 2 млн тенге. Главное – знать и изучать бумаги, но к этому во многих компаниях не привыкли.

Представитель компании «Тенгри финанс» Алибек Мухаммед-Рахимов заметил, что привлечение населения на рынок бондов – тяжелая задача из-за того, что спрэд между котировками весьма значителен – 2%. Причем даже не от объема, а от доходности к погашению. Иными словами, если бумага 5-10-летняя, то эти 2% превращаются со временем в 10%. Получается, что покупаешь облигацию по 14% годовых, а продаешь по 16% и можешь потерять значительные деньги. Другая проблема в том, что эмитентов



**Еркен Калижаров: «На развивающихся рынках кредитный рейтинг должен стать обязательным»**





Катерина Карцева: «Конкуренция вызывает доверие»



Динара Жангазиева: «Зарабатывать на акциях инвестору понятней»

недостаточно. «Мы активно работаем с клиентами, есть потенциальные эмитенты с интересными проектами, но они не могут себе позволить привлекаться под 18%. Если же говорить о населении, то гораздо проще объяснить механизм работы с акцией, чем с долговой бумагой. Да и вкладывать свои деньги на срок более чем 1-2 года они опасаются», – сказал он.

Дискуссия на тему «акции или облигации» завершилась пониманием того, что излишне активных усилий для развития рынка корпоративного долга можно не прилагать, он уже самодостаточный.

#### РЕЙТИНГ С КАЧЕСТВОМ

Тема надежности инструментов тесно связана с оценкой кредитоспособности эмитента, отсюда повышается роль и значение Национального рейтингового агентства. Председатель правления рейтингового агентства РФЦА Еркен Калижаров, приводя в пример опыт большинства развивающихся экономик Азии, сказал, что для менее развитых рынков облигаций рейтинг должен быть обязательным. И здесь РА должно выступать в роли агента регулятора, который при отслеживании тенденций развития рынка должен иметь прочную основу. В настоящее время регулятор рынка признает лишь оценки большой тройки. И НРА РФЦА, конечно же, хотело бы войти в число признаваемых АФН агентств.

Главный вопрос инвесторов прозвучал так: «Должен ли регулятор признавать рейтинги НРА, чтобы разрешить заводить туда деньги?» По мнению Еркена Калижарова, это задача не только самого РА, но и регулятора. Пока же РА получило официальное письмо регулятора о том, что он считает преждевременным признавать НРА РФЦА – сначала необходимо увидеть первичные результаты деятельности.

Отвечая на вопрос о том, нужны ли дополнительные местные рейтинги, ведь крупные казахстанские банки уже имеют рейтинг крупнейших мировых агентств и инвесторам их мнения достаточно для принятия решений, Еркен Калижаров пояснил, что РА будет работать с банками по некоторым продуктам, в частности секьюритизированным облигациям. И банки, имеющие международные рейтинги, не являются основной целевой группой. В стране есть достаточное количество региональных банков, которые не имеют рейтингов. И что инвестор, выбирая бумагу, сделает выбор в пользу рейтингованной бумаги. Еще одна точка зрения заключается в том, что участники заинтересованы в развитии рынка, в наличии большего числа инструментов. Если АФН выдвигает требования по поводу того, чтобы бумаги были обязательно с рейтингом, то пусть это будут оценки НРА.

Далее дискуссия продолжилась на тему независимого и объективного суждения. Участники дискуссии задали закономерный вопрос: если бы НРА прорейтинговало бумаги ДТЖ, а затем решило бы пересмотреть свою оценку в сторону понижения, была бы у них такая возможность?

Оказалось, что стратегический партнер – Малазийское рейтинговое агентство – предлагает несколько опций, одна из которых состоит в том, что весь процесс



рейтингования будет осуществляться малазийским персоналом. И принимать решения также будут они. В этом случае будет сокращено давление со стороны заинтересованных лиц. На это участники дискуссии высказали мнение, что влияние малазийцев на принятие решений должно быть минимальным. И вообще выбор партнера удивил, так как Малайзия плохо знает специфику нашего рынка.

Заместитель председателя правления компании «Unicorn IFC» Катерина Карцева отметила: «Рассматривая все опции, я поставила бы качество оценки в зависимость от этого. Если бы решения принимали малазийцы в связке с нашими специалистами, которые прекрасно знают местный рынок, то АФН стоило бы признать эти рейтинги. Если бы рейтингование осуществлялось лишь усилиями РА, то я бы ему не доверяла. Но если мы хотим признать рейтинги для УК, то почему бы и нет?»

Руководитель проекта Investfunds информационного агентства CBonds (Россия) Роман Чередниченко заявил: «Я в принципе не верю, что национальное рейтинговое агентство может быть объективным. Вот простой пример. Условно рейтинговое агентство S&P можно назвать агентством Соединенных Штатов. США не заслуживают сегодня максимального странового рейтинга. Но никто из большой тройки не понизил рейтинг этой страны. А мы ориентируемся на рейтинги S&P. Рейтинги – такая вещь, которая должна быть максимально объективной. Независимую оценку может дать организация, которая никак не заинтересована в том, чтобы кому-то присвоить лучший или худший рейтинг».

По словам представителей биржи, KASE в свое время пыталась просчитать этот бизнес на предмет того, может ли быть оценка компаний финансово самостоятельной. Когда посчитали, то решили, что в Казахстане этот бизнес не будет рентабельным, поскольку компаний - получателей рейтинга немного. Стоимость рейтинга в целях мировой конкуренции должна быть низкой. И без государства раскатать этот рынок будет сложно.

На рынок также были прецеденты, когда проект пытались поднять независимые деловые СМИ, так в мировой практике ведущие рейтинговые агентства вырастали из крупных издательств и инвестиционных компаний. Результат – плачевный.

Дискуссия показала, что позиции участников относительно того, нужны ли рейтинги по долговым бумагам и эмитентам, разделились. Сформировалось мнение, что любая долговая бумага, которая выходит на организованный рынок, должна иметь кредитный рейтинг от какого-либо агентства. Смысл рейтинговать крупные компании для выхода на KASE существует, поскольку это будет обеспечивать более дешевые деньги.

Полярная точка зрения заключалась в том, что не нужно на внутреннем рынке рейтинговать каждый выпуск, если он не является экзотическим. Так же как и компаниям рискованного эшелона, которые не рассчитывают на большие облигационные выпуски и клиентскую базу. У них есть свой круг инвесторов, способных адекватно оценивать уровень таких бумаг.

Общий итог дебатов таков: всем бумагам присваивать рейтинги не нужно. ■



Алибек Мухаммед-Рахимов: «Облигациям сложно соперничать с депозитами»



Татьяна Кудрявцева: «Эмитентам нужно быть активнее»