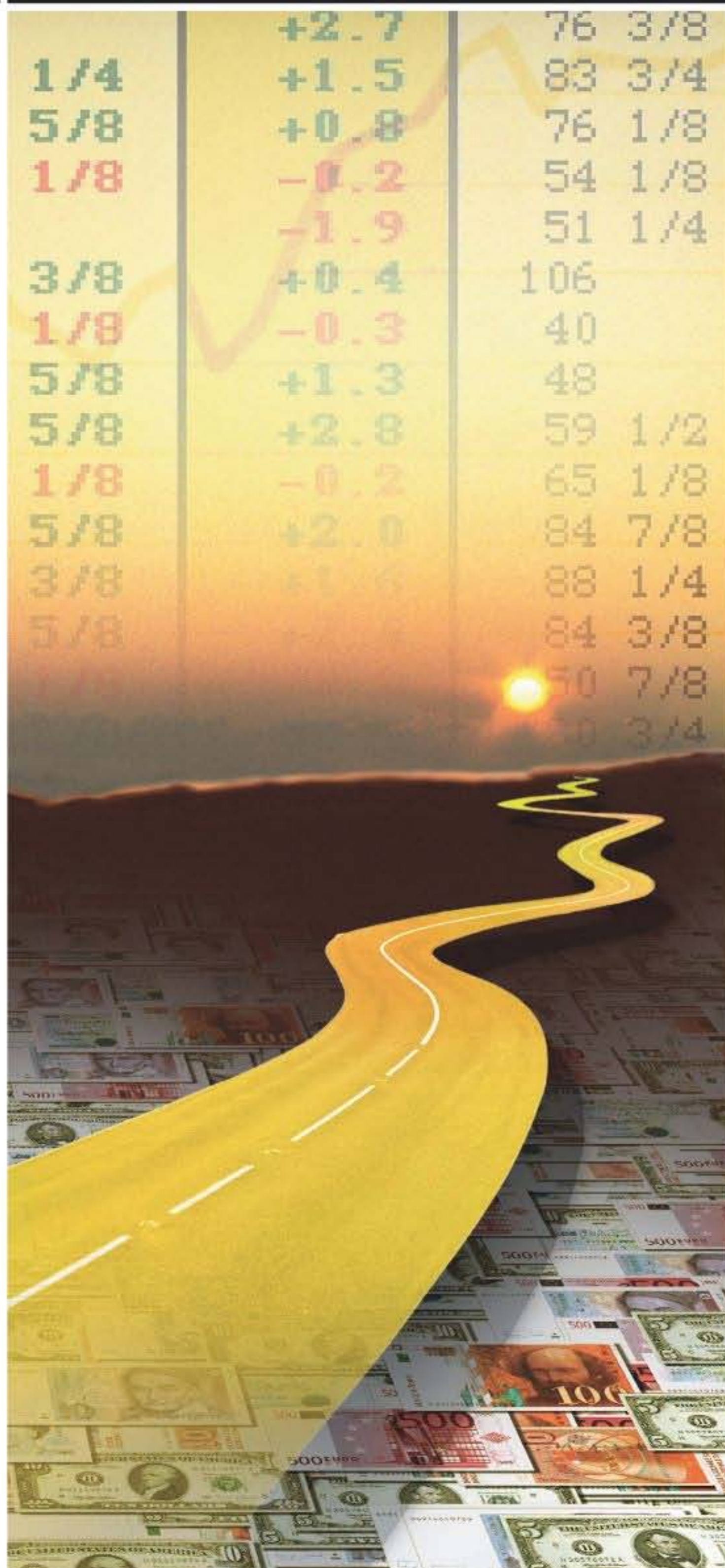


Светлана Грибанова, Василий Калабин

Боливар двоих не вынес

Намечающееся объединение площадок Казахстанской фондовой биржи (KASE) и Регионального финансового центра Алматы (РФЦА) стало закономерным результатом провала планов по созданию альтернативной биржи в Казахстане



С 1 июня нынешнего года вступили в действие новые листинговые требования Агентства по регулированию деятельности РФЦА (АРД РФЦА) к ценным бумагам, призванные облегчить доступ на рынок новым компаниям. Они значительно меняют структуру ценных бумаг. Теперь для каждого класса ценных бумаг будет своя отдельная категория – blue chips (голубые фишки), mid cap (акции компаний «второго эшелона»), start up (акции перспективных, растущих эмитентов, в том числе и венчурных компаний). При этом для высшей категории (blue chips) требования ужесточились по сравнению с существующими листинговыми требованиями KASE. А вот средним и развивающимся компаниям станет легче попасть в листинг биржи, на их долговые бумаги будут распространяться налоговые преференции. Кроме того, расширена линейка финансовых инструментов за счет включения акций и паев паевых инвестиционных фондов, ценных бумаг индексных фондов, производных ценных бумаг.

Введение новых требований призвано положить начало объединению основной площадки KASE и специальной торговой площадки (СТП) РФЦА. Как ожидают на рынке, новые листинговые правила привлекут новых эмитентов, и затишью, связанному не только с общей ситуацией на рынке, но и с неопределенностью существования двух биржевых площадок, придет конец. Отныне в стране будет «один интегрированный рынок, одни правила, одни участники и одно поле деятельности», как заявил председатель АРД РФЦА Аркен Арыстанов.

Но, как стало известно «Эксперту Казахстан», громко заявленное слияние бирж пока технически неосуществимо, поскольку основная площадка – KASE – продолжает работать по постановлению Агентства финансового надзора, которое никто пока не отменял. Как ожидается, АФН приведет свои требования в соответствие с новыми листинговыми требованиями АРД РФЦА в сентябре нынешнего года. Только тогда начнет действовать единая система требований к эмитентам и ценным бумагам. Многие компании уже недовольны реквалификацией в соответствии с новыми категориями. Они возмущены тем, что их из высшей категории «А» KASE переводят в mid cap – компании «второго эшелона».

Мало бумаг, хороших и разных

Несколько лет назад в Казахстане возникла идея организовать в южной столице региональный финансовый центр. Сторонники этого проекта вдохновлялись примерами Дубая, Сингапура, Дублина – городов, где были созданы региональные финансовые центры, ставшие альтернативой мировым столицам притяжения капиталов (Лондону, Нью-Йорку, Гонконгу). Тем более отечественный финансовый сектор стал гордостью страны, здесь мы опередили многие страны СНГ, а в начале 2000-х от нас отставала даже Россия,

но в Лондоне и Казахстане, а небольшой пакет госакций АО «Казакхтелеком» был продан путем «народного IPO». В конце мая объявлено о размещении простых акций Мангистауской распределительной электросетевой компании (АО «МРЭК»). Оно пройдет в два этапа – сначала акции будут предложены населению на неорганизованном рынке, затем оставшиеся акции будут торговаться на KASE.

И на этом пока все.

Было заявлено о том, что некоторые компании со временем выйдут на рынок, но «Самрук» пока не конкретизировал сроки размещения. Сейчас идет подготовка к IPO компаний с госучастием: внедрение стандартов корпоративной культуры, проведение всех необходимых процедур по выводу компаний на рынок, а они, эти процедуры, могут занять от одного года до трех лет. Руководство биржи считает, что компании с госучастием обязаны сделать размещение на местном рынке, иначе у нас будет небольшой рынок с мелкими, никому не интересными компаниями. Сначала выстраивается рынок голубых фишек, где работает большинство инвесторов. Когда число инвесторов достигнет критической массы, то появится интерес к другим компаниям, в том числе средним и малым.

Согласно новым листинговым требованиям для МСБ специально созданы отдельные секторы – middle cap и start

up. Но пока трудно сказать, станет ли это стимулом для компаний выходить на фондовый рынок за деньгами, ведь они и раньше могли это делать, листингуясь по категории «В» или размещая свои бумаги на нелистинговой площадке.

По мнению наших экспертов, пока с выходом на фондовый рынок МСБ больше вопросов, чем ответов. «Инвесторы давно ждут появления на рынке Казахстана новых привлекательных эмитентов. Вопрос в том, насколько сами эмитенты готовы к такому выходу, – сомневается ведущий специалист отдела продаж СНГ торгового департамента ИГ ИСТ КОММЕРЦ **Айнур Кайшибаева**. – Ведь им придется раскрывать всю финансовую деятельность компании, переходить на международные стандарты финансовой отчетности».

Председатель правления АО «Алмэкс Эссет Менеджмент» **Дмитрий Жеребятьев** связывает неактивность новых эмитентов из сферы МСБ с необходимостью прохождения множества процедур, за которые нужно платить. По его словам, выходя на фондовый рынок, нужно быть готовым к долгому пути. При этом издержки могут превысить стоимость банковского кредита, но в долгосрочной перспективе это обернется высоким эффектом. «Предприниматели хотят зарабатывать сегодня, поэтому они идут в банк, берут кредит, чтобы получить

100% прибыли, которых, возможно, завтра уже не будет. Пора бы уже ориентироваться на нормальную рентабельность – 20–25% – и стабильный рост в течение долгого времени», – говорит он.

Другой вопрос, насколько интересен этот сегмент инвесторам.

Если компании готовы выйти на рынок за деньгами, то инвесторы больше интересуются акциями, а предприятия боятся размывать свою долю и впускать в акционерный капитал чужаков. Углубление кризиса ликвидности привело к росту кредитных ставок, ужесточению условий кредитования для многих предприятий и может стимулировать выход компаний на фондовый рынок.

Что первично?

Сможет ли выстроенная по международным стандартам инфраструктура рынка повлиять на его развитие? Мнения экспертов по этому вопросу расходятся. Некоторые из них считают, что проводимые сегодня реформы позволят казахстанской бирже стать конкурентной торговой площадкой (см. «Компаниям нужны новые источники финансирования»). По словам Айнур Кайшибаевой, современная фондовая биржа, соответствующая мировым стандартам, создание клиринговой палаты для усовершенствования методов расчетов по заключаемым сделкам, на-

Зато необходимость работать на двух площадках приносило массу неудобств профессиональным участникам рынка. Требование создавать новые компании в рамках РФЦА означает привлечение дополнительных сотрудников, административных усилий и финансовых ресурсов. Для профучастников ничего хорошего в этом не было.

Как стать эмитентом

За несколько лет существования собственных казахстанских площадок только банки оценили возможности, которые предоставляет отечественный фондовый

рынок. С учетом того, что все они листингуются по категории «А» и обладают рейтингами международного уровня, банковские бумаги разрешены для инвестирования пенсионных активов, объем которых на сегодня превысил триллион тенге. Этот постоянно пополняющийся источник финансирования стимулировал выход многих компаний на фондовый рынок. Правда, жесткое регулирование инвестирования пенсионных активов (ПА) не позволяло вкладывать их в рискованные инструменты, а требование иметь в инвестиционных портфелях накопительных пенсионных фондов не менее 70% рейтинговых

бумаг (недавно отмененное) вообще поставило под вопрос доступ к ПА компаний, не имеющих рейтингов. О том, насколько большим стимулом являются для многих эмитентов пенсионные деньги, говорит тот факт, что с начала 2008 года снизилось число компаний, желающих пройти в листинг, ведь он перестал быть основным ориентиром для пенсионных фондов.

Надежды на вывод правительством пакетов акций, принадлежащих государству, так называемых голубых фишек, так и не осуществились. До сих пор прошло всего два таких размещения: «Разведка Добыча «КазМунайГаз»» провела IPO одновремен-

Без альтернативы



По словам первого вице-президента Казахской фондовой биржи (KASE) **Иделя Сабитова**, надо было сразу назвать биржу региональным финансовым центром и не тратить время на объединение и переток ликвидности.

– Почему отложено IPO биржи?

– Мы планировали провести размещение в первом-втором кварталах. Но дело в том, что подготовка к IPO заняла у нас больше времени, чем мы рассчиты-

вывали, потому что все процедуры мы приводим в соответствие с международной практикой, последовательно и тщательно их отработываем. В частности, аудит биржи по консолидированной финансовой отчетности за три последних года, который мы планировали закончить к концу марта, завершился на два месяца позже. В итоге мы должны выходить на IPO в июле-августе, то есть в разгар отпусков, что нецелесообразно. Поэтому было решено перенести размещение акций биржи на осень.

– Одним словом, нарушение сроков связано с технической стороной, а не с концептуальной?

– Нет, концептуальных изменений не произошло. Правда, насколько я знаю, сейчас готовится поправка, по которой доля, которую может приобрести один инвестор, включая аффилированных лиц, будет увеличена с пяти до двадцати процентов. Это существенная разница, поскольку речь идет уже о стратегических игроках, в этом случае цена будет серьезно меняться. Нужно дождаться ясности по этому вопросу, без этого на IPO выходить смысла нет. К сожалению, у нас часто меняют концепции на ходу, когда пять процентов устанавливали – это была одна концепция, теперь всерьез обсуждается 20 процентов – это совершенно другая модель. По действующему законодательству только РФЦА может принадлежать 25 процентов акций биржи.

– А есть инвесторы, желающие купить такой большой пакет? Существуют ли ограничения для нерезидентов?

– По определению, IPO – это публичное размещение акций среди неограниченного числа инвесторов. И это хорошо, поскольку позволяет значительно увеличить ликвидность. У нас сложилась уникальная ситуация. Биржа представляет собой инфраструктурное ядро на рынке, и финансовые институты, непосредственно участвующие в торгах, заинтересованы в сохранении своего влияния на условия игры на рынке, поэтому воспользуются правом преимущественной покупки. В связи с этим большой вопрос в том, какая доля останется в свободном обращении и будет продана на IPO.

– Недавно были приняты новые листинговые правила. Как говорится в пресс-релизе KASE и РФЦА – это первый этап объединения площадок. Как это повлияет на развитие рынка?

– С 1 июня введены требования РФЦА. Аналогичные требования, я думаю, к 1 сентября установит АФН. Таким образом, у нас на двух площадках будут действовать одинаковые требования. Под них мы разрабатываем единые листинговые правила и процедуры, а также внутренние документы биржи. Когда внутренние правила вступят в силу, произойдет объединение двух площадок де-факто, потому что де-юре у нас будут действовать одни и те же требования. Эмитенты будут перекалассифицированы согласно новой классификации – голубые фишки, средние компании, начинающие компании. Слияние площадок фактически будет означать, что биржа и РФЦА – это одно и то же.

– Получается, что мы пришли к тому же, с чего начали – к одной торговой площадке KASE...

– Специальная торговая площадка РФЦА – это одна из торговых площадок биржи, которую мы обслуживаем. У нас есть основной торговый сектор – это биржа, и второй сектор – РФЦА. При этом вся ликвидность сосредоточена на основной площадке. И сейчас мы объединяем их в одно целое. С самого начала деятельности РФЦА я говорил, что нужно биржу назвать региональным финансовым центром и не тратить время на объединение и переток ликвидности. Но действующая модель была изначально предложена иностранными консультантами, что нашло отражение в законе. А ликвидность не так просто переместить с одного места на другое.

– Сегодня предлагается создать альтернативную площадку для средних предприятий. Как вы относитесь к этой идее?

– Вопрос об альтернативной площадке вообще непонятен. В чем альтернатива? Нет никаких препятствий для выхода любой компании на биржу по категории «В» (по новым листинговым правилам – middle cap), где достаточно низкие требования, не говоря уже о нелистинговой категории (в новых требованиях ее аналог – start up). Если частные инвесторы видят в этом интерес и возможность сделать такую площадку прибыльной – пожалуйста, но если речь идет о создании альтернативной площадки за счет государственных средств, то, сами понимаете, какие это вопросы вызывает. Нужно понять, что ликвидность сосредоточивается в одном месте. Зачем делать еще одну площадку? Я не пойму, кто там будет инвестором? На бирже есть эмитенты, есть инвесторы, брокеры-посредники. Пожалуйста, пусть компании приходят на рынок и размещаются. Но нужно понимать, что МСБ имеет своего, специфического инвестора. Это агрессивно настроенные частные инвесторы, венчурные инвестфонды, хедж-фонды, доля которых в общей массе частных инвесторов очень невелика. У нас пока общая критическая масса не выросла, нет этих групп инвесторов, соответственно, бумаги МСБ на бирже будет некому покупать. Посмотрите на капитализацию западных бирж: доля МСБ в общей массе торгуемых бумаг там очень и очень небольшая.

■ Интервью взяла Светлана Грибанова

сегодня ставшая лидером. Сначала речь шла о международном центре, на котором могли бы работать иностранные компании и иностранные инвесторы. Позже пришлось несколько притушить амбиции: было решено развивать региональный финансовый центр, хотя это не исключало привлечения зарубежных эмитентов и инвесторов и выхода казахстанского капитала на международные рынки капитала. РФЦА появился в 2005 году. В республике к этому времени уже в течение 12 лет работала Казахстанская фондовая биржа. В то время считалось, что конкуренция между двумя торговыми площадками хорошо отразится на развитии рынка. Фондовый рынок у нас постоянно числился в отстающих и портил показатели в целом успешного финансового сектора.

В начале 2007-го на базе KASE была запущена СТП РФЦА, на которой были зарегистрированы свои участники и проходили отдельные торги, да и требования к эмитентам предъявлялись свои собственные. В частности, компании могли выйти на СТП при следующих условиях: 1) их инструменты обращаются на международных фондовых биржах, признаваемых РФЦА, в том числе на KASE, 2) компании и их ценные бумаги обладают международными рейтингами, также признаваемыми РФЦА, 3) соответствуют установленным требованиям к финансовым показателям.

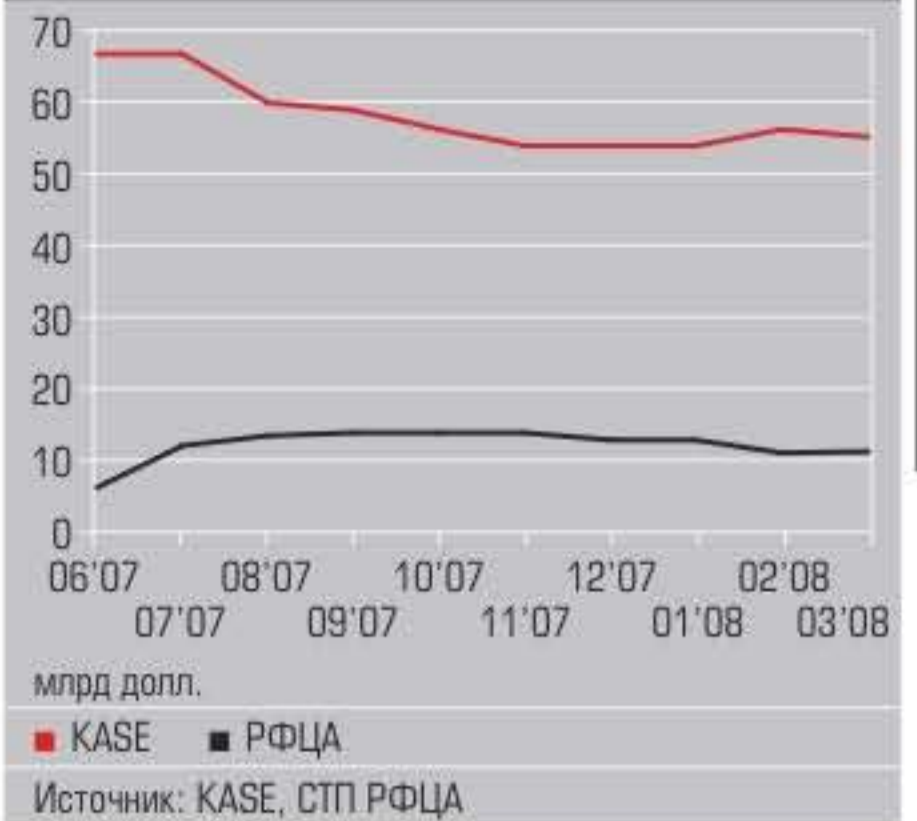
Значение фондового рынка для экономики страны стало падать



Эффективность работы СТП значительно уступала основной площадке: у KASE выше капитализация, да и сделки заключались главным образом на фондовой бирже. Хорошая, в общем-то, идея о конкуренции двух площадок не выдержала испытания реальностью: конкурировать было не за что.

По мнению аналитика инвестиционной компании Unicorn IFC **Николая Андриянова**, перед РФЦА были поставлены амбициозные задачи, однако многие из них так и не осуществились из-за инфраструктурных проблем либо из-за слабой маркетинговой программы центра. «К сожалению, идея создания РФЦА в качестве независимой торговой площадки, кото-

Капитализация компаний, вышедших на РФЦА, пока несравнимо меньше, чем участников торгов на KASE



рая бы привлекала большое количество ликвидности на казахстанский фондовый рынок, оказалась несостоятельной», — считает аналитик.

Недостаток ликвидности участники рынка отмечают в качестве основной причины неэффективности второй площадки. «Рынок маленький, и на деле сосуществование двух площадок превратилось в перетягивание одеяла, — говорит председатель правления компании «Верный капитал» **Талгат Абдухаликов**. — В результате привлечение дополнительного инструмента на РФЦА приводило к его потере на KASE». В этом он видит причину противостояния площадок.

Случайная актуальность

За последний год Казахстанская фондовая биржа все чаще выступает в качестве ньюсмейкера. Руководство KASE решило предпринять кардинальные шаги по улучшению ситуации на фондовом рынке. Еще летом прошлого года Биржевой совет Казахстанской фондовой биржи одобрил решение о коммерциализации фондовой биржи и объединении площадки РФЦА и KASE. По планам АРД РФЦА, объединенная площадка должна была начать работу с 1 января 2008 года, однако сроки эти не были выдержаны. Осенью была представлена новая стратегия развития KASE на 2007–2010 годы. И это не просто формальный документ, было решено изменить буквально все: правила листинга, тарифную политику, финансовые инструменты, маркетинг, правила торгов, технологии и прочее. Практически сразу после этого один за другим появились новые нормативные акты. Биржа запустила новый индекс, объявила о своем IPO.

Желание руководства биржи в корне изменить ситуацию вызвано рядом причин. В их числе можно назвать невысокую активность эмитентов, которых за долгие годы так и не удалось расшевелить, и набирающую обороты тенденцию размещения компаний за рубежом.

Поэтому первый принцип новой стратегии звучит следующим образом: «Своими главными конкурентами биржа видит те фондовые биржи, которые привлекли, привлекают, пытаются или потенциально могут привлечь к размещению и обращению на своих торговых площадках ценные бумаги казахстанских эмитентов». Второй звучит так: «Биржа должна быть той торговой площадкой, на которой казахстанские и иностранные эмитенты ценных бумаг могут привлечь в ходе одного публичного размещения (IPO) не менее эквивалента 50 млн долларов США».

Кроме этого, оказалось, что новые ориентиры биржи удачно совпали на тот момент с потребностями рынка. В середине прошлого года, сразу после того как KASE объявила о появлении новой стратегии, в Казахстане разразился кризис ликвидности. И по мере его углубления все больше компаний всерьез озаботились поиском новых источников фондирования. На этом фоне планы по созданию площадок для малых и средних компаний уже в ближайшее время, новые тарифы и листинговые требования выглядят весьма актуально. И активная пропаганда выхода на биржевой рынок, которую развернули сотрудники KASE, может принести свои плоды. Выйдут ли ком-

пании МСБ и голубые фишки на казахстанский фондовый рынок, будет ясно после того, как закончится формирование новой структуры листингового списка. Но уже сейчас некоторые эксперты на вопрос о том, как компаниям решить проблему недостатка финансирования, предлагают выходить на фондовый рынок, причем не только с облигациями, но и с акциями. Возможно, придется приложить еще немало усилий, чтобы сломать менталитет казахстанских предпринимателей, не желающих делиться собственностью, но если и проводить изменения на рынке, то сейчас самое лучшее время.

Здесь возникает другая проблема. В условиях кризиса размещение на фондовой бирже может не принести желаемых результатов. Если у инвесторов мало денег, ценные бумаги, вероятно, будут проданы по заниженным ценам. Именно поэтому многие компании сейчас откладывают проведение IPO. Все меры, предпринимаемые KASE и АРД РФЦА, вероятнее всего, — задел на будущее. Предполагается, что после кризиса компании будут использовать более широко диверсифицированную базу фондирования, и фондовая биржа пытается зарезервировать себе место, а заодно переубедить тех, кто поглядывает на иностранные биржи.

Компаниям нужны новые источники финансирования



Если мы не создадим в следующие два года хорошие условия для привлечения казахстанских эмитентов, время будет упущено, и наши компании пойдут на западный рынок, считает директор департамента развития АРД РФЦА **Гульмира Курганбаева**.

– С начала года, даже с осени, резко активизировались и Казахстанская фондовая биржа, и РФЦА. С чем это связано?

– Диспропорциональное развитие казахстанской экономики – преимущественное развитие горнодобывающей промышленности и отставание перерабатывающей – прежде всего связано с перекосом потока инвестиций. Прямые иностранные инвестиции в основном идут в добывающие сектора. Как в таком случае развивать перерабатывающий сектор, стимулировать производство товаров, где брать долгосрочные финансовые ресурсы? Основным источником инвестиций для предприятий перерабатывающей промышленности, сельского хозяйства, строительства, МСБ долгие годы был банковский сектор. С кризисом ликвидности поток банковских кредитов стал иссякать, и сегодня все перечисленные сегменты нуждаются в альтернативных источниках финансирования. В этой связи источником инвестирования номер один может стать фондовый рынок, компании могут привлекать деньги за счет выпуска акций и облигаций.

Для развития эффективного фондового рынка в первую очередь нужна хорошая инфраструктура: конкурентоспособная фондовая биржа, депозитарий, клиринговая палата. До сих пор активно развивалась Казахстанская фондовая биржа (KASE), но в ее деятельности были некоторые недоработки. Биржа была государственным некоммерческим предприятием, существовали определенные ограничения. Сегодня появилась необходимость коммерциализировать биржу, усилить менеджмент биржи, внедрить новые стандарты управления, маркетинга. Мы детально изучили опыт Великобритании, США, Азии – у них сильна маркетинговая направленность, они тесно работают с компаниями, активно привлекают новых эмитентов. Конкуренция между биржами в мире очень высока, и мы ее до сих пор проигрывали. Наши компании, вместо того чтобы размещаться на внутреннем рынке, уходили в Лондон.

– Получается, что эмитенты уходили из Казахстана из-за слабости биржи?

– Точнее – из-за слабой маркетинговой ориентированности биржи. Вообще, любая биржа должна создавать привлекательные условия для эмитентов, чтобы они выбрали ее. Почему так популярна Лондонская фондовая биржа? Эмитенты знают, что там соблюдены все стандарты, четко разработаны листинговые правила, созданы благоприятные условия для компаний. Благодаря данным стандартам, наличию множества высоколиквидных финансовых инструментов там можно получить хорошую норму прибыли. Данная биржа привлекательна для инвесторов со всего мира.

циональное рейтинговое агентство, открытие фонда гарантирования вкладов населения на рынке ценных бумаг позволят повысить привлекательность казахстанского фондового рынка как для эмитентов, так и для инвесторов.

Но трудно спорить и с теми, кто считает главным двигателем фондового рынка, как и любого другого, баланс спроса и предложения. Аналитик Николай Андриянов уверен в том, что «инфраструктура

рынка никогда не двигала его развитие. Прежде всего должен существовать интерес заниматься этим бизнесом и развивать торговлю финансовыми инструментами внутри страны».

Попытки создать альтернативную торговую площадку указанием свыше закончились безуспешно. Если частной компании или частному инвестору это невыгодно, они не пойдут на биржу, а обойдутся чем-нибудь более привычным

Вот почему нам нужен хороший инструмент фондового рынка, то есть конкурентоспособная биржа. Конечно, KASE тоже очень много сделала: наработана определенная база эмитентов, действуют ликвидные финансовые инструменты.

Но благодаря созданию РФЦА придан мощный импульс для дальнейшего развития фондового рынка.

Финансовый центр призван создать условия для инвесторов, для эмитентов, для профучастников. Уже сегодня сделан большой пласт работы: запущены новые листинговые правила, и теперь на биржу могут приходиться новые эмитенты – компании малого и среднего бизнеса. Это позволит более профессионально и стандартизированно осуществлять деятельность на фондовом рынке.

– Насколько было необходимо создавать две отдельные площадки, чтобы затем их объединить, не лучше было сразу развивать KASE?

– Специальная торговая площадка (СТП) была сразу же создана на базе Казахстанской фондовой биржи. Поэтому нельзя говорить о том, что в Казахстане были две биржи. Другой вопрос, что на площадках были разные требования к компаниям, и система расчетов T+3 на СТП и T+0 на KASE не позволяла создавать ликвидность. Были другие моменты. Так, в процессе переговоров с акционерами KASE было принято решение о том, что агентство не создает отдельную биржу. Но при этом KASE меняет свои правила в соответствии с рекомендациями агентства. Соответственно, была создана совместная рабочая группа, которая разработала новые листинговые правила, объединив все самое лучшее из мировой практики. Сейчас KASE должна привести в соответствие с этими правилами свои внутренние документы. Кроме того, на бирже должна измениться система расчетов с T+0 на T+3 (когда участники биржи осуществляют сделки с ценными бумагами в режиме реального времени, расчет по внебиржевым сделкам, как правило, осуществляется сроком T+3, в системе биржевых сделок – T+0, то есть день в день).

Также была достигнута договоренность о коммерциализации биржи, и если бы две стороны не согласились на этих принципах, была бы создана отдельная биржа. Поскольку был достигнут консенсус, стало очевидно, что для страны выгоднее иметь одну развитую биржу с высокой ликвидностью.

– Часто можно слышать, что нужно создавать привлекательные условия на фондовом рынке. Что под этим подразумевается?

– Несмотря на то что условия привлечения банковских кредитов менее выгодные по сравнению с условиями финансирования на фондовом рынке, компании пока предпочитают идти за деньгами в банк. Низкий уровень менеджмента, недостаток знаний компаний не позволяет оценить возможности фондового рынка. Цель РФЦА – вовлечь компании и население в фондовый рынок, показать альтернативу банковскому финансированию. Но тут нужны и привлекательные условия для потенциальных эмитентов. Прежде всего компании нуждаются в снижении процента корпоративного подоходного налога. Сейчас АРД РФЦА инициирует поправки в Налоговый кодекс, предоставляющие льготы для тех, кто выходит на фондовый рынок.

■ Интервью взяла Светлана Грибанова

– банковскими кредитами или вложениями в недвижимость. Организовывать вторую биржу, когда инструментов не хватает для одной, было недальновидно и очень накладно. Помощь от государства нужна, но в виде хороших ликвидных бумаг, налоговых послаблений для участников рынка. Объединение двух торговых площадок означает не только несостоятельность идеи, но и желание властей исправить ошибки. ■