

Татьяна Батищева

### **Казахстанские IPO – ясности все меньше**

Вполне возможно, что вместо обещанного IPO «голубых фишек» на фондовый рынок опять выведут малопривлекательных эмитентов

В конце ноября Агентство по регулированию РФЦА провело специализированный форум «Фондовый рынок Казахстана. IPO на KASE».

Основная цель мероприятия - поставить все точки над «i» в разговорах о том, можно и нужно ли размещать акции в Казахстане, целесообразно ли размещать наши акции за рубежом. Уж слишком много противоречивых мнений слышалось в последнее время по поводу перспектив размещений на казахстанском рынке.

### **О ликвидности не говорят, ее делают**

С одной стороны, мало кто спорил с тем, что внутренний рынок задыхается без притока ликвидных акций. С другой, крупные компании добывающих секторов не упускают случая попенять на недостаточность ликвидности на местном рынке. Зато, по их мнению, в Лондоне и Гонконге есть все, что нужно для успешного размещения: глубина рынка, ликвидность и квалифицированные инвесторы, способные дорого оценить компанию.

Ситуацию подогревает правительство, которое уже четыре года собирается развивать отечественный рынок акций за счет продажи на бирже мелких госпакетов ликвидных национальных компаний. Решительные заявления были сделаны этим летом.

Выступая на расширенном заседании фонда национального благосостояния «Самрук-Казына» премьер-министр Карим Масимов вновь распорядился вывести на фондовый рынок Казахстана часть национальных компаний, входящих в состав фонда. Он отметил, что уже приняты принципиальные решения по вопросу приватизации и возможного размещения акций компаний, входящих в структуру «Самрук-Казына», «для народного IPO для казахстанских граждан, в том числе для пенсионных фондов». Более того, резюмировал глава правительства, к началу 2011 года будет принята масштабная программа развития казахстанского фондового рынка, в том числе для крупных компаний, входящих в состав «Самрук-Казына». В ходе форума «Эксперт- 100 – Казахстан» 18 ноября глава правительства вновь подтвердил, что в 2011 году акции этих компаний будут предложены инвесторам на внутреннем рынке.

Так как обещания госпакетов звучат давно, участники рынка пришли на форум по фондовому рынку с одной, но явной целью - услышать список бумаг-претендентов. Что же было сказано на форуме?

Поскольку заявленные в программе мероприятия премьер-министр и председатель правления «Самрук-Казына» не пришли - были в отъезде, «отдувалась» за них представитель Минфина Ирина Фишер, который достойно ответил на вызовы рынка. Главным посылом присутствующим стала идея о том, что следует различать государство – игрока рынка (иначе говоря, собственника) и государство – регулятора. На рынок могут быть выброшены только те акции, которые находятся в республиканской собственности правительства. Таковых оказалось 140 пакетов, но все они представляют слабый интерес для инвесторов в силу мелкой величины их бизнеса. Привлекательные нацкомпании принадлежат «Самруку-Казыне», который и должен принимать по ним стратегическое решение.

Судя по тому, как высоко оценивает потенциал зарубежных площадок предправления «Самрук-Казына» Кайрат Келимбетов, о чем он не раз упоминал в ходе многочисленных интервью, шансов у KASE практически нет. Ведь «Самрук-Казына» хоть де-юре и фонд национального благосостояния, де-факто – коммерческая организация и точно также заинтересован в получении прибыли, как любое АО. Создается впечатление, что фонд вовсе не

склонен расставаться с привлекательными активами, тем более на условиях их продажи с дисконтом. А по высокой цене мало кто из населения страны их купит, разве что иностранные глобальные игроки, хотя даже для них изначально высокая стартовая цена снизит возможности роста акций в будущем.

### **Бизнес на рынок?**

Ситуацию чуть скрасила председатель правления Агентства финансового надзора (АФН) Елена Бахмутова. В качестве «затравки» для дискуссии она предложила подумать о качестве местного рынка, удобстве его для инвесторов и необходимости структурных изменений. Выход на рынок крупных компаний потребует совершенствования системы расчетов, введения клиринга, так как появятся иностранные инвесторы, привыкшие использовать в работе такие механизмы. Актуальным станет вопрос и о качестве предоставления информации инвесторам. Важно развивать институт досудебного рассмотрения претензий, для чего должна быть создана специальная площадка, на которой кредитор, эмитент и инвестор могут обсудить вопросы. Хотя подвижки в этом плане есть – создана буферная категория.

Однако самое интересное предложение главы АФН заключалось в том, что не надо акцентироваться только на крупных компаниях. На рынке есть компании среднего звена, акции которых обращаются уже на фондовой бирже. Есть огромное количество предприятий с высокой кредитной зависимостью, нуждающихся в оздоровлении, что возможно за счет замены долга капиталом. Такого рода компании могли бы решить свои проблемы, в том числе, выйдя на IPO. Другая точка роста – пенсионные фонды. С января 2012 года закон запретит владельцам НПФ иметь более 25% акций в капитале фонда. И некоторым фондам можно даже попробовать привлечь миноритариев через биржу.

Данные предложения имеют свои плюсы и минусы. С одной стороны инвесторам нужен широкий выбор эмитентов, нужен риск и потенциал роста. Вывод на рынок даже нескольких пакетов нацкомпаний, не решит проблему ликвидности. Давайте посчитаем. В 2006 году РДКМГ выручила за 20% акций 2 млрд доллара. Если в 2011 году на KASE выбросят три аналогичных пакета, объем предложения составит 6 млрд. Но один только НПФ Улар Умит готов вложить в IPO до 15% своих активов (порядка 45 млрд тенге). А если к нему добавить других институциональных инвесторов, население и иностранцев, какой категории инвесторов отдаст предпочтение эмитент при закрытии книги заявок? Только пенсионные активы в целом на сегодня составляют около 14,5 млрд долларов.

Сейчас ситуация на KASE напоминает игру в «дурачка» между двумя игроками, которые в силу малого числа играющих прекрасно знают карты друг друга. Вступление в игру еще пары игроков погоды не сделает, просто станет чуть интереснее. Настоящий фондовый рынок можно сравнить с казино, где игроки переходят от одного стола к другому, имея выбор видов игры. Поэтому идея вывода на рынок среднего бизнеса (по сути второго эшелона) очень хорошая, но это должны быть новые компании. Старые эмитенты допустили дефолты из-за отсутствия элементарного финансового планирования, неэффективного управления, банальной жадности. Почему их пороки должны теперь лечить деньги частных инвесторов?

Идея с созданием пре-IPO-фонда на базе национального Инвестфонда, которую представил председатель правления АРД РФЦА Аркен Арыстанов, возможно, хорошая, хотя и не свежая. В 2007 год г-н Арыстанов уже заявлял о необходимости и возможности создания такого института, правда, с сообществе с крупнейшими инвестиционными компаниями. Однако, как говорится, воз и ныне там.

Судя по всему, крупным инвестбанкам не интересен штучный бизнес превращения мелких и средних стартапов в привлекательных эмитентов. Возникает вопрос, по какой причине проект может стать интересным национальному фонду, который также является коммерческой организацией? Что касается средних компаний с хорошим качеством бизнеса, они объект внимания фондов прямых инвестиций, которые при выходе из проекта могут сами реализовать свою долю через биржу. Фондам прямых инвестиций было бы гораздо интересней создать с

национальным инвестиционным фондом совместный проект, через который они могли бы получать фондирование.

### **«Голубые фишки» - всегда в цене**

С другой стороны второй эшелон – не те бумаги, в которые хотели бы вложить деньги солидные инвесторы. Для них интересен лишь узкий спектр бумаг, в частности, ресурсные и транспортные компании: КТЖ, «Казтрансойл», РД КМГ и, возможно, КЕГОК: как монополист компания представляет собой лакомый актив для инвестирования.

Поэтому вполне справедлив был вопрос независимого директора Центрального депозитария ценных бумаг Азамата Джолдасбекова о том, имеет ли государство рычаг влияния на ENRC и Казахмыс, чтобы повлиять на их дополнительное размещение в Казахстане. На что ему был дан исчерпывающий ответ в том, что не все так просто. Никем не отмененная рабочая Стратегия - 2010 предполагала сформировать в стране национальные ТНК, которые должны выходить на международные рынки в целях позиционирования казахстанского бизнеса и получения коммерческой прибыли. Компания ENRC была первым таким проектом: она непосредственно вышла на глобальный рынок не с производными бумагами, а провела прямой листинг в Лондоне, благодаря чему стала глобальной горнорудной компаний. На основании договоренности между собственниками ENRC и правительством Казахстана после Лондона компания в обязательном порядке разместила часть своих акций на KASE . И вопрос о том, будет ли в дальнейшем на бирже реализована еще часть госпакета правительства, пока не ставится.

Скорей всего участь нелистинговых компаний постигнет в ближайшее время и другие ликвидные «дочки» «Самрук-Казыны». Все, кому нужны были средства их уже получили. Этой весной, а потом и осенью, в момент образования «окна» на мировом финансовом рынке, «Казатомпром», «КазахстанТемирЖолы» и «Казмунайгаз» привлекли в общей сложности 2,4 млрд долларов по привлекательной ставке в 6,5% годовых. Других эмитентов - КЕГОК, Казахтелеком - не выпустят на рынок по причине соблюдения правил национальной безопасности.

К тому же и самому государству нужны стабильные источники денег. В последние годы происходит наращивание дефицита бюджета - в текущем году он составил 803,6 млрд тенге, или 4,6% к ВВП. Занимать на рынке становится сложнее (внутренний госдолг составляет 2,6 трлн тенге), растет стоимость его обслуживания. По данным Минфина, если в 2009 году на обслуживание долга потребовалась сумма в 69 млрд тенге, то уже в бюджете 2011 года она составит около 170 млрд тенге, а к 2014 году достигнет величины в 238 млрд тенге (рост в 3,4 раза). В ситуации отсутствия «большой нефти» Кашагана и необходимости обеспечивать экономический рост государство вряд ли будет расставаться с компаниями, приносящими стабильную прибыль.

Но раз правительство пообещало, оно должно найти выход из ситуации и принять стратегическое решение о том, какие компании будут выведены на листинг KASE.

В 2007 году уже начинался подобный процесс. Тогда инвесторам представили список из 19 компаний, одну из которых – АО «Управление по обслуживанию дипломатического корпуса», благополучно вывели в листинг. Торги по ним до сих пор не открыты, и в собственниках все также числится Республика Казахстан в лице Комитета государственного имущества и приватизации Министерства финансов. По словам участников рынка, компанию абсолютно не ликвидна.

Но если даже предположить, что «Самрук-Казына» все же найдет у себя несколько других интересных рынку активов, пройдет по меньшей мере шесть-двенадцать месяцев, пока будет проведено размещение. Им предстоит пройти предпродажную подготовку. Скорее всего, в 2011 году активов от «Самрук-Казына» мы на рынке так и не увидим.

Честно говоря, очень грустно, что в вопросе развития национального фондового рынка мы опираемся на желания и потребности правительства и его структур. В идеале нужно создать рыночный механизм привлечения в страну эмитентов и инвесторов. Однако амбиции

финансового центра обязывают нагнетать ликвидность. Может для начала просто раскрутим фондовую биржу?