

## Жизнеспособность Казахстанского фондового рынка стала предметом дискуссий на Казахстанском финансовом форуме

Автор: Николай ДРОЗД

16.03.2012 г.

Во вторник в Алматы состоялся VII Казахстанский финансовый форум, организованный компанией Sbonds. Снижение масштабов казахстанского фондового рынка и сложившаяся ситуация, когда на новом круге развития многое начинается заново, существенно повлияли на атмосферу прошедших обсуждений. Фактически многим спикерам пришлось исполнять, при различиях в темпераменте вариацию на тему "пациент скорее жив, чем мертв".

Открывший обсуждение генеральный директор Sbonds **Сергей ЛЯЛИН** отметил, что главные изменения, связанные с казахстанским фондовым рынком за год с предыдущего форума, были в регуляторной сфере. На этот период, в частности, пришлось присоединение финнадзора к Нацбанку, вновь поставившее старые вопросы, которые уже дебатировались на других рынках. С одной стороны, такая диспозиция предполагает признание того, что банковский сектор является главным, в то время как фондовый рынок занимает второстепенное положение, определенным позитивом является возможность лучшего координирования чисто регуляторных аспектов с денежно-кредитной политикой. Другим мотивом, связанным с регулированием, является требование о повышении уставного капитала брокерских компаний, где также очень коротко были обозначены позитив, большая устойчивость компаний к различным шокам и возможный негатив, связанный с чрезмерной консолидацией рынка и диктатом крупных игроков.

Президент KASE Кадыржан Дамитов в свою очередь отметил, что до недавнего времени акционером биржи было АРД РФЦА. В настоящий момент заканчиваются ликвидационные процедуры в АО "РФЦА", и 13%-ный пакет биржи уже передан Нацбанку. Нацбанк до этого владел "золотой акцией биржи" и имел право вето по всем вопросам, связанным, например, с биржевым валютным рынком. В то же время существует определенное ограничение на участие госструктур в капитале биржи, оно не должно превышать 25%. По оценкам г-на **ДАМИТОВА**, эта норма может быть пересмотрена, но нужны очень взвешенные и разумные балансы, которые будут обеспечивать дальнейшее развитие биржи. С другой стороны, существует ограничение и на максимальное участие в капитале для частных компаний в 20%, и один из частных акционеров, "Сентрас Секьюритис", владеющий 18% акций, уже близок к этому. Президент биржи назвал предстоящий этап развития посткризисным, отметив, что то, что несколько последних лет, включая 2011 год, являются кризисными для фондового рынка, это достаточно очевидно, если посмотреть на количественные показатели, связанные с торговлей. Биржа интенсивно развивается в плане внедрения IT-технологий, появился, в частности, шлюз, позволяющий участвовать в торгах инвесторам-нерезидентам на условиях, которые приняты в мире. Биржа также создала систему, предотвращающую невыполнение обязательств при осуществлении операций "репо", а также усовершенствовала систему расчетов при торговле "T+0" (то есть при расчетах день в день). Эта система станет основой для аналогичной системы торговли "T+3", которая будет предусматривать частичное преддепонирование средств. Новации могут вводиться во втором полугодии, после того, как рынок адаптируется к уже происходящим регуляторным изменениям, связанными с изменениями законодательства. Вице-президент KASE **Андрей ЦАЛЮК** отметил также, что в процессе работы над системой расчетов биржа, регулятор и участники рынка пришли к выводу, что не стоит пытаться сделать это с наскока, а следует потратить на это больше времени, но выстроить максимально тщательно. По оценкам спикера, определенный технологический фундамент за последние 3-4 года был выстроен и в ближайшие 2 года KASE рассчитывает приятно удивить рынки. Возможно, удивление будет связано с маркетинговым направлением деятельности биржи, которое было названо одним из самых важных наряду с ожидаемым народным IPO. Г-н Цалюк также осуществил еще одну инъекцию оптимизма, отметив оживление, связанное с несколькими достаточно крупными размещениями облигаций на общую сумму около T20 млрд, что очень значительно опережает показатели аналогичного периода прошлого года.

Что касается темы роста требований к капитализации брокерских компаний, то ей было посвящено выступление председателя правления Unicorn IFC Ольги Эм. По ее словам, новые требования коснулись большого количества брокерских компаний и более 20 из них обратились по этому поводу с письмом в администрацию Президента. Логика подписантов

состоит в том, что происходивший начиная с 2009 года рост капитализации компаний никак не был связан с ростом их доходов и не имеет какой-либо корреляции, например, с ростом индекса KASE. Фактически он целиком является результатом ужесточения пруденциальных нормативов. Требования к уставному капиталу уже выросли начиная с 2009 года с 50 тысяч MPOТ до 200 тысяч, а с 1 июля предполагается их увеличить до 600 тысяч MPOТ или в обсуждаемом компромиссном варианте до 400 тысяч. При этом не очень понятно, зачем брокерской компании иметь уставный капитал в \$7 млн, при том, что обороты биржи составляют в настоящий момент примерно \$4 млн в день. Г-жа **ЭМ** также отметила, что консолидация рынка и участие на нем ограниченного количества крупных игроков в конечном итоге будет оплачено потребителем в виде значительно больших комиссионных. Она также отметила, что предполагаемый рост капитализации не вызывает беспокойства крупных игроков в лице "банковских дочек", которые не стали подписывать письмо в администрацию. Модерировавший эту секцию в прошлом многолетний глава KASE **Азамат ДЖОЛДАСБЕКОВ** адресовал спикеру вопрос: не думает ли она, что действия регулятора связаны с тем, что "недобросовестные брокеры помогали воровать пенсионные деньги?" Компания г-жи Эм, однако, никаким образом не участвовала в этом процессе. Что касается тем, связанных с "ответвлениями" от дискуссий о непосредственно фондовом рынке, то управляющий директор Ayeros Central Asia Fund **Талгат КУКЕНОВ** высказал мнение, что рынок для фондов прямых инвестиций в Казахстане остается достаточно узким. Причем создание сразу нескольких довольно крупных фондов с участием "Казына Капитал Менеджмент" не улучшает ситуацию, поскольку стоимость вхождения в немногие компании, соответствующие критериям фондов, повышается и стоимость этих активов становится неконкурентоспособной по сравнению с похожими компаниями в России и в Турции. По мнению спикера, на рынке мог бы быть востребован фонд с мандатом инвестирования в проблемные компании из разряда банковских NPL с высоким уровнем долговой нагрузки.

Что касается одного из институциональных инвесторов на фондовом рынке в лице страховых компаний, то председатель правления "Коммэск-Омир" **Дмитрий ЖЕРЕБЯТЬЕВ** отметил, что нет оснований рассчитывать на существенный приток инвестиций от них в этом году. Ресурсы страховых компаний, тем более в плане возможностей долгосрочных инвестиций, крайне ограничены и несопоставимы с возможностями пенсионных фондов. Кроме того, типичной реакцией на проблемы на фондовом рынке становится уход в ликвидность. Г-н Жеребятъев в то же время подтвердил наличие проблемы с ограниченностью инвестиционных возможностей на внутреннем рынке. Председатель правления "Сентрас Секьюритис" **Талгат КАМАРОВ**, как и другие спикеры, отметил, что при так называемом техническом листинге в Казахстане, когда одновременно торги производятся на одной из крупных внешних площадок, большая часть торговли сосредотачивается именно на внешних рынках. Поэтому, по мнению г-на Камарова, так важны первичные и вторичные размещения, целиком сосредоточенные именно на внутреннем рынке, в качестве примера было приведено вторичное размещение акций "Казакхтелекома" в 2006 году. (Любопытно, что при том, что народные IPO вроде бы грядут вскоре, на сей раз они не были самой популярной темой, может быть, потому, что не было спикеров из правительства или "Самрук-Казыны", обсуждавших в тот день тему подготовки народных IPO на заседании правительства.) Г-н Джолдасбеков даже предложил проголосовать, может ли вывод национальных компаний в качестве эмитентов обеспечить долгосрочную торговлю на рынке. Голоса разделились примерно поровну. Все тем не менее сочли своим долгом подчеркнуть, что народные IPO - это хорошо, это сильный разовый стимул для рынка. Член правления "Халык Финанс" **Арнат АБЖАНОВ** отметил важность нормы, обязывающей всех эмитентов предлагать не менее 20% выпусков всех своих бумаг, включая "еврооблигации", инвесторам с внутреннего рынка.

Г-н Камаров предложил также несколько интересных идей, связанных с новыми инструментами, и в частности обязательный листинг всех открытых и интервальных ПИФов на бирже. Это помимо прочего даст и самим фондам доступ к новой инвесторской базе. Кроме того, на бирже можно было бы котировать сертификаты на депозиты. В целом его выступление было посвящено рознице, и одна из самых впечатляющих цифр - это оценка брокерами количества активных счетов розничных инвесторов в течение 9 наиболее рабочих месяцев прошлого года из 12. Оказалось, что таких счетов всего 66. Наиболее концептуальным и революционным оказался, как это часто бывает, взгляд на развитие фондового рынка профессионального независимого директора Азамата Джолдасбекова. Результатом обсуждений, проводимых г-ном Джолдасбековым, в небольшой экспертной группе на тему, необходим ли стране фондовый рынок, стал ответ "необходим", однако с акцентом на

розничный рынок и совершенно иным подбором основных эмитентов. В целом предлагаемый план спасения фондового рынка, хотя спикер сделал оговорку, что речь идет о нескольких годах переходного периода, можно охарактеризовать как какую-то полудобровольную аскезу. Полемизируя с оппонентами, спикер отметил, что альтернативой могло бы стать дальнейшее закручивание регуляторных "гаек", которое начало происходить после того, как регулятор столкнулся с "воровством". Результатом ужесточения теоретически может стать то, что на рынке останется считанное число брокерских компаний и один пенсионный фонд - "вы же не хотите такого рынка?". При этом главной характеристикой рынка, который был бы интересен рознице, является наличие эмитентов, которые серьезно недооценены и будут расти в стоимости продолжительное время. Кроме того, очень важной характеристикой является выплата дивидендов, которых в настоящий момент не платит большинство эмитентов на внутреннем рынке. Такими эмитентами могут стать эмитенты, сориентированные в основном на внутренний рынок, с продукцией которых потенциальные инвесторы сталкиваются гораздо чаще, чем с объявлением финансовых результатов раз в год крупнейшими компаниями-экспортерами. Среди таких потенциальных эмитентов, например, производители питания, ритейлеры, компании, предоставляющие различные услуги, в том числе доступ к Интернету и связи. Быть может, в этот список могли бы попасть и какие-то банки. По признанию самого спикера, даже внутри узкой группы не было большого количества кандидатур, в одинаковой степени приемлемых для всех. Гипотетически это могла бы быть, например, какая-то алматинская компания, пекущая необыкновенно вкусный хлеб и получающая за счет фондового рынка средства для того, чтобы построить цех в Караганде и печь хлеб там по тем же рецептам. Спикер назвал лишь одну компанию, желательность присутствия которой на внутреннем фондовом рынке не вызвала никаких возражений, - это K-Cell, владельцы которой, насколько известно, сами бы хотели продать какой-то пакет акций (возникающим вопросом, однако, является то, согласились ли бы они с перспективой быть продавцом пакета на фондовом рынке недооцененной компании, стоимость акций которой будет расти). Г-н Джолдасбеков не верит в компании из сырьевого сектора в качестве эмитентов на местном рынке, потому что им необходим доступ к другим рынкам и принципиально иному размеру инвестиций.

Что касается национальных компаний, то их будущее также, вероятно, на внешних площадках, хотя нет сомнения, что государство в ходе народных IPO обеспечит доступ населению и пенсионным фондам к этим активам по сниженным ценам и определенная выгода, связанная с размещением, будет получена. Помимо неверия в "голубые фишки", с которыми традиционно связывалось будущее отечественного фондового рынка, эксперт не верит и в листинг, основанный на каких-то количественных параметрах. По его мнению, листинг должен осуществляться скорее на основе каких-то индивидуальных оценок ограниченным кругом людей, чья репутация не вызывает сомнений, по рейтинговому принципу. Несмотря на деморализацию на рынке, десяток людей, способных непредвзято и критически оценивать эмитентов, может быть найден. Антипатия к существующей системе основана на том, что многие эмитенты строили листинг и последующее размещение облигаций почти исключительно в расчете на доступ к пенсионным деньгам и в большом количестве случаев они этот доступ незаслуженно получили. (Интересно, что, проектируя свой розничный рынок, г-н Джолдасбеков отметил необходимость существования "ледоколов" на первом этапе, которыми опять-таки могут стать пенсионные фонды. Среди допустивших дефолт по облигациям эмитентов были те, кто в большой или меньшей степени соответствовал описаниям нового идеального эмитента и был в значительной степени сориентирован на внутренний потребительский рынок. Можно вспомнить, например, компанию VITA, которой, возможно, следовало эмитировать акции, а не облигации, или "Казахстан Кагазы".) Ситуация, по мнению спикера, вновь похожа на 1996 год, и очень многое придется начинать с нуля.

Очевидно, однако, что уход от каких-то объективных количественных критериев и замена их субъективными оценками были бы крайне тяжело "переварены" рынком, быть может, не легче, чем любое ужесточение регуляторных требований, которые к тому же все-таки обсуждаются с рынками.