

Исследование QAMS: «Возможности развития фондового рынка Казахстана»

- ✓ **Цель исследования. Методика.**
 - ✓ **Фондовый рынок как мост для перехода от сырьевой модели экономики к инклюзивному развитию.**
- 1. Низкая ликвидность и дефицит финансовых инструментов: причины и возможные решения**
 - 1.1 Объем предложения финансовых инструментов на РЦБ: капитализация, количество и качество эмитентов.
 - 1.2 Возможности увеличения объемов предложения ценных бумаг:
 - 1.2.1 Приватизация государственных активов через РЦБ как триггер развития фондового рынка.
 - 1.2.2 Сокращение нерыночного финансирования как мотивирующий фактор для компаний.
 - 1.3 Неготовность корпоративного сектора привлекать капитал на РЦБ: сдерживающие факторы.
 - 2. Слабая база долгосрочных инвесторов и низкая вовлеченность домохозяйств**
 - 2.1 Институциональные инвесторы:
 - 2.1.1 Пенсионные активы: конкурентный рынок как триггер спроса.
 - 2.1.2 Потенциал инвестиций в корпоративные ценные бумаги со стороны страховых компаний и банков, сдерживающие факторы.
 - 2.2 Розничные инвесторы: потенциальная база, мотивирующие и сдерживающие факторы.
 - 3. Пробелы правового регулирования и правоприменительная практика, вызывающая недоверие**
 - 3.1 Защита прав миноритарных инвесторов: правовые пробелы и правоприменительная практика.
 - 3.2 Пределы подзаконного регулирования.

CONCLUSION

Список сокращений

РЦБ – рынок ценных бумаг (употребляется наравне со словосочетанием «фондовый рынок»),

QAMS - Qazaq Association of Minority Shareholders (QAMS) Non-Profit Organisation,

АРРФР – Агентство РК по регулированию и развитию финансового рынка,

НБ – Национальный банк РК,

МФЦА – Международный финансовый центр «Астана»,

KASE - Казахстанская фондовая биржа,

LSE – Лондонская фондовая биржа,

AIX - биржа МФЦА,

МНЭ РК – Министерство национальной экономики РК,

КТО – АО «КазТрансОйл»,

БЦК – АО «Банк ЦентрКредит»,

РД КМГ – АО «Разведка Добыча «КазМунайГаз»,

ЦД – АО «Центральный депозитарий ценных бумаг»,

ЕНПФ – АО «Единый накопительный пенсионный фонд»,

СК – страховые компании,

МСБ – малый и средний бизнес,

БВУ – банки второго уровня,

ЕПВ - единовременный пенсионный взнос,

НПС – накопительная пенсионная система.

Цель исследования. Методика

Целью настоящего исследования Казахстанской Ассоциации миноритарных акционеров (QAMS) являются ответы на вопросы:

- ✓ Для чего необходимо развивать фондовый рынок в Казахстане?
- ✓ Что необходимо сделать, чтобы фондовый рынок в нашей стране развивался?

Почему данное исследование провела Ассоциация QAMS? Чтобы ответить на этот вопрос, вкратце информация об Ассоциации:

QAMS создана в апреле 2019 года в соответствии с нормативными актами МФЦА. QAMS объединяет миноритарных инвесторов казахстанских эмитентов, то есть лиц – прямых бенефициаров развития локального РЦБ.

Методика проведения исследования:

- ✓ Анализ данных из открытых источников.
- ✓ Интервьюирование профессиональных участников РЦБ (трейдеров, представителей финансового регулятора, лиц с опытом инвестиций в ценные бумаги или руководства организациями, инвестирующими в ценные бумаги), а также менеджмента или собственников компаний-эмитентов и корпоративных юристов.

Всего было опрошено 43 респондента (перечень вопросов на стр. 18-19, расшифровки интервью прилагаются), мнения которых будут «вкраплением» по всему «телу» исследования.

"Фондовый рынок должен быть основной частью структурного перехода экономики от сырьевой модели, государственного капитализма к чему-то новому. Здесь, безусловно, нужна политическая воля".

Респондент 24

Фондовый рынок как мост для перехода от сырьевой модели экономики к инклюзивному развитию

Ответ на вопрос «Для чего необходимо развивать фондовый рынок в Казахстане?» - отправная точка исследования. Следующим «пунктом назначения» будет попытка ответить на вопрос «Что необходимо сделать, чтобы фондовый рынок в нашей стране развивался?», то есть собственно само исследование.

Для чего необходимо развивать фондовый рынок в Казахстане?

Развитие РЦБ не обозначено приоритетом государственной политики. Отчасти по той причине, что изначально за основу взята модель развития финансового сектора континентальной Европы, где превалирует банковское финансирование. Между тем данный крен приводит к упущенным возможностям. И вот почему.

Страновые выгоды от полноценно функционирующего РЦБ:

- ✓ Инклюзивное развитие. Владение акциями и другими ценными бумагами позволяет вовлечь широкие слои населения в развитие экономики страны, повысить заинтересованность граждан в устойчивом экономическом росте. Когда человек вкладывает сбережения в ценные бумаги, цена которых меняется во времени, появляется интерес к факторам, которые влияют на эту цену.

- ✓ Фактор политической стабильности. Акционеры публичных компаний не заинтересованы в политической нестабильности, которая негативно отражается на рыночных котировках.
- ✓ Повышение инвестиционной привлекательности страны. Большое количество публичных компаний повышает доверие инвесторов, поскольку компании вынуждены раскрывать важную для инвесторов информацию.
- ✓ Сокращение теневой экономики. С ростом роли фондового рынка в экономике растет премия за корпоративную прозрачность, которая, в свою очередь, создает мотивацию «выходить из тени».

Выгоды для бизнеса:

- ✓ Наличие рыночной оценки на основе биржевых котировок существенно повышает ликвидность активов. С точки зрения инвесторов важен момент «выхода» из инвестиций – возможность реализовать активы как можно в короткие сроки по справедливой цене.
- ✓ Ликвидный РЦБ с широкой базой инвесторов предоставляет доступ к альтернативному банковским кредитам источнику беззалогового финансирования.
- ✓ Наличие биржевого листинга (статус публичной компании) значительно снижает риски неправомерных действий со стороны госорганов и третьих лиц. Публичные компании находятся в центре внимания инвесторов и масс-медиа.

Повышение роли РЦБ отвечает текущим запросам казахстанской экономики:

- ✓ Ограничения, связанные с банковским корпоративным финансированием, требующим залогового обеспечения, которого в Казахстане недостаточно в силу краткой истории накопления богатств.
- ✓ Функционирование накопительной пенсионной системы, ориентированной на инструменты фондового рынка.
- ✓ Развитие технологий онлайн доступа к торговле ценными бумагами (мир через окно мобильных приложений).
- ✓ Возрастающий спрос на альтернативные банковским вкладам и недвижимости варианты получения доходности в силу валютных и прочих рисков.

В условиях глобальной цифровизации не развивать местный фондовый рынок означает – создавать условия для оттока капитала на зарубежные рынки. При этом любые административные ограничения в отношении движения капитала в современных реалиях будут иметь обратный эффект.

На вопрос «Что может стать главным драйвером развития РЦБ? Политическая воля может стать таким драйвером?» 74% респондентов экспертного опроса QAMS (26 из 35, кому был задан вопрос) ответили однозначно утвердительно. Политическая воля, по мнению респондентов, необходима в таких направлениях, как приватизация и снижение доли государства в экономике, развитие институциональной инфраструктуры, конкуренции, верховенство закона.

Респондент 10: «Основные компании у нас, входящие в «Самрук-Казына», - это 40% экономики. Это значительная часть крупных эмитентов, которые могли бы присутствовать на

фондовом рынке. Для их вовлечения в развитие фондового рынка нужна политическая воля».

1. Низкая ликвидность и дефицит финансовых инструментов: причины и возможные решения

1.1. Объем предложения финансовых инструментов на РЦБ: капитализация, количество и качество эмитентов

Казахстанский РЦБ относится к фронтирным (пограничным) рынкам: небольшой, малоликвидный и ограниченно интегрированный в мировую экономику национальный рынок. Связь локального рынка с международными рынками проявляется через редкие выпуски долговых бумаг квазигосударственного сектора, редкие IPO в Лондоне казахстанских эмитентов, а также инвестиции казахстанских граждан в акции американских компаний.

По мнению 37% респондентов опроса QAMS, низкая ликвидность является одной из ключевых проблем в развитии локального фондового рынка.

Респондент 3: «Основная проблема - низкая ликвидность. Причины: отсутствие пенсионных денег на фондовом рынке, огромная доля БВУ в системе перераспределения финансовый ресурсов и госпрограмм».

Низкая рыночная ликвидность наблюдается даже в секторе «голубых фишек» - компаний, входящих в представительский список индекса KASE. По этой причине, в отличие от рынка РФ, не приходится говорить о капитализации компаний второго и прочих эшелонов, а также о внебиржевом рынке акций. В связи с чем, говоря о капитализации локального РЦБ, речь будет идти о капитализации эмитентов, входящих в индекс KASE, а также капитализации Kaspi.kz, который листингован на LSE.

До мая 2021 года всего 9 казахстанских эмитентов долевых бумаг были представлены в сегменте «голубых фишек»: Казахтелеком, КТО, БЦК, KazMinerals, Халык банк, Kcell, KEGOC, Казатомпром, Kaspi.kz. Акции KazMinerals 11 мая были делистингованы на KASE и LSE. Таким образом, «голубые фишки» казахстанского РЦБ представлены 8-ю компаниями.

Акции трех (Халык банк, Казатомпром, Kaspi.kz) из восьми эмитентов торгуются на LSE, которая является наиболее ликвидным рынком казахстанских долевых бумаг. Два эмитента (Казатомпром, Халык банк) имеют тройной листинг (LSE, KASE, AIX). В капитале пяти эмитентов присутствует государство (Казахтелеком, КТО, Kcell, KEGOC, Казатомпром).

Общая капитализация компаний индекса KASE составляла на конец 2020 года 6,5 трлн тенге (данные KASE), Kaspi.kz - 5,4 трлн тенге (данные LSE). Таким образом, капитализация всех казахстанских «голубых фишек» (с учетом KazMinerals) составляла на конец прошлого года 11,9 трлн тенге (\$28,3 млрд), или около 17% к ВВП страны за 2020 год. По состоянию на 10 мая 2021 года общая капитализация рынка «голубых фишек» (уже без учета KazMinerals, выбывшего с биржевых площадок) составляла \$32 млрд (19,6% к ВВП).

Для сравнения: индекс «голубых фишек» Московской Биржи включает 15 наиболее ликвидных эмитентов российского фондового рынка с общей капитализацией (на 10 мая 2021 года) \$193 млрд (13,5% к ВВП РФ за 2020 год). А индекс малазийской фондовой биржи FTSE KLCI включает 30 самых крупных по капитализации компаний Малайзии с общей капитализацией (на конец 2020 года) \$400 млрд (около 110% к ВВП Малайзии).

По состоянию на 10 мая 2021 года доля Kaspi.kz (IPO состоялось в Лондоне в октябре 2020 года) и Казатомпрома в совокупной капитализации «голубых фишек» Казахстана составляла 74,3% (\$23,8 млрд из \$32 млрд). ТОП-3 по рыночной капитализации компаний Казахстана занимают 87,5% стоимости всех «голубых фишек» страны.



С учетом фактора ликвидности, можно говорить о том, что листинг казахстанских эмитентов на LSE является для инвесторов преобладающим («старшим») по отношению к листингу на KASE или AIX. Исторически 14 компаний с основными активами, расположенными в Казахстане, провели IPO в Лондоне (включая Kaspi). 8 из этих 14 эмитентов в конечном итоге прошли процедуру делистинга акций в Лондоне, в том числе РД КМГ, Казкоммерцбанк, Альянс банк, ENRC, KazMinerals.

6 из 8 «голубых фишек» являются дивидендными историями и периодически представляют инвестиционный интерес для локальных инвесторов: Казахтелеком, КТО, Халык банк, Kcell, KEGOC, Казатомпром. Только один эмитент (Казатомпром), будучи экспортером, имеет валютную выручку. В остальных бумагах для инвесторов критически важен валютный риск, интерес к этим эмитентам существенно падает в период ослабления национальной валюты тенге.

51% опрошенных QAMS респондентов одной из ключевых проблем в развитии казахстанского фондового рынка назвали дефицит эмитентов ценных бумаг.

Респондент 1: «Я думаю, что основная проблема в том, что нет хороших историй. Нет таких эмитентов, ценных бумаг, на которых можно было бы достаточно хорошо заработать. Есть несколько хороших компаний, но эти истории можно «купить» и на Лондоне. То есть

ради них открывать у локального брокера счет и начинать инвестировать в Казахстан нет смысла».

Вхождение Казахстана в индекс MSCI позволило бы существенно повысить долгосрочный зарубежный спрос на акции казахстанских эмитентов. Однако для достижения этой цели необходимо, как минимум, расширить список «голубых фишек».

Кредитные рейтинги «голубых фишек» Казахстана (на конец 2020 года)

Эмитент	Кредитный рейтинг/прогноз
Казахстан (S&P)	BBB-/стабильный
БЦК (S&P)	B/стабильный
Казахтелеком (S&P)	BB+/стабильный
КТО (S&P)	BB/негативный
KEGOC (S&P)	BB+/стабильный
Халык банк (S&P)	BB/стабильный
Kaspi.kz (S&P)	BB-/стабильный
Казатомпром (Fitch)	BBB-/стабильный
Kcell (Fitch)	BB+/стабильный

1.2. Возможности увеличения объемов предложения ценных бумаг

1.2.1 Приватизация государственных активов через РЦБ как триггер развития фондового рынка

IPO Kaspi.kz на LSE показало, что международным инвесторам интересны компании из «новой экономики», и такой бизнес в Казахстане возможно создать без участия государства. Однако кейс, связанный с Kaspi.kz, скорее исключение. Наибольшая часть активов, которая потенциально может быть интересна для портфельных инвесторов, сосредоточена в собственности государства (в группе АО «ФНБ «Самрук-Казына») и представлена в основном компаниями из циклических секторов. 5 из 8 «голубых фишек» казахстанского РЦБ входят в группу «Самрук-Казына»: Казахтелеком, КТО, Kcell (как «дочка» Казахтелекома), KEGOC, Казатомпром. Только два эмитента с госучастием (Казахтелеком, Казатомпром) имеют free-float 25% и более акций.

Можно констатировать низкие темпы приватизации госактивов путем выведения на фондовый рынок. За 20 лет в Казахстане было проведено 5 IPO компаний с госучастием: РД КМГ, Казахтелеком, КТО, КЕГОС, Казатомпром, то есть, в среднем одно IPO за 4 года. При этом надо учитывать: РД КМГ после buyback вновь вернулась в собственность государства, в ходе IPO Казахтелеком в декабре 2006 года было предложено менее 5% акций, а free-float по КЕГОС и КТО не превышает 10%.

Из 8 компаний Комплексного плана приватизации на 2016-2020 годы, подлежащих приватизации путем IPO, на рынок была выведена только одна - Казатомпром.

На вопрос «Может ли приватизация государственных активов стать триггером развития РЦБ?» 80% респондентов опроса QAMS ответили однозначно утвердительно. 4 респондента ответили утвердительно, но с оговорками, например, респондент 33: «Да, но при условии организации спроса на эти активы со стороны пенсионных активов».

Респондент 10: «Здесь можно было бы начать с того, что менее подготовленные компании размещали бы меньший пакет, более подготовленные - большие пакеты. В конечном итоге, чтобы, как минимум, 50% минус 1 акция у самых эффективных компаний размещались на фондовом рынке».

Изначально сама модель казахстанской приватизации госактивов не была ориентирована на развитие фондового рынка, увеличение предложения ценных бумаг (за исключением запущенной в 2012 году Программы «Народное IPO», которая была свернута).

Респондент 18: «Самая главная, родовая травма, которая с ним [РЦБ] случилась - это та приватизация, которая произошла в 90-е годы... В России какая-никакая ваучерная приватизация позволила достаточно большому количеству бумаг выйти на рынок... Наша же схема приватизации, я просто напомню, она называлась стратегическая, где по сути определенных правил не было, правительство принимало решение по каждому отдельному проекту. В результате получилось то, что получилось - совсем немного акций попало на рынок через приватизационные фонды».

Препятствием для развития РЦБ в Казахстане, по мнению респондентов, являются не столько низкие темпы приватизации госактивов, сколько превалирование государства в экономике, которое существенно сокращает поле для развития частной предпринимательской инициативы. 83% респондентов на вопрос «Есть ли взаимосвязь между долей государства в экономике и развитием РЦБ?» ответили однозначно утвердительно.

Таким образом, приватизация необходима не ради приватизации, а как способ сокращения доли государства в экономике. Между тем отсутствует ответственность за неисполнение планов по приватизации. Оправданием неисполнения планов является, как правило, «неблагоприятная экономическая ситуация». Данная терминология существует в отрыве от реальной ситуации на мировых фондовых рынках, переживающих с 2009 года «бычий цикл», а также периодические бумы IPO.

Приватизация компаний квазигосударственного сектора путем IPO (за редким исключением) позволила бы установить прозрачный и справедливый критерий эффективности менеджмента, а именно – повышение рыночной капитализации эмитента.

На внутреннем рынке Казахстана есть высокий спрос на акции интересных для инвестиций эмитентов. Это подтверждает второе по счету SPO Казатомпрома, проведенное в июне 2020 года. Только от граждан РК поступило заявок на покупку 1 124 000 акций компании, спрос превысил предложение в 2,9 раз. Однако было удовлетворено заявок только на 385 000 бумаг. Если бы интерес индивидуальных инвесторов был удовлетворен в полном объеме, то на казахстанскую розницу пришлось бы 7% всего июньского SPO Казатомпрома вместо 2,4% по факту.

1.2.2 Сокращение нерыночного финансирования как мотивирующий фактор для компаний

С 2008 года как ответ на банковский кризис, вызванный активным кредитованием строительной индустрии (где сформировался «мыльный пузырь»), в Казахстане активно применяется практика госсубсидий. В общей сложности было утверждено не менее 18 госпрограмм (о которых известно из доступных источников) общим объемом финансирования 36,7 трлн тенге.

9 госпрограмм общим объемом бюджета 19,2 трлн тенге предусматривают прямое или косвенное финансирование корпоративного сектора (в таблице ниже). Для сравнения: объем банковских кредитов юрлицам на 01 марта 2021 года составил около 7 трлн тенге.

Наименование	бюджет, трлн тенге
"Нұрлы жол" на 2020-2025 годы	5,5
"Нұрлы жер" на 2020-2025 годы	5,3
развития АПК на 2017-2021 годы	2,9
развития туристской отрасли РК на 2019-2025 годы	1,4
Механизм кредитования приоритетных проектов	1
Экономика простых вещей	1
Льготное кредитование субъектов предпринимательства	0,8
индустриально-инновационного развития на 2020-2025 годы	0,78
Дорожная карта бизнеса-2025	0,457

Итогом широкомасштабных госсубсидий стало то, что корпоративный сектор демотивирован привлекать финансирование на рыночных условиях.

Респондент 41: «Более-менее привлекательные эмитенты имеют доступ к госпрограммам - финансирование несырьевого сектора. У них нет стимула идти на фондовый рынок за рыночным фондированием, они могут это получать по госпрограммам».

1.3 Неготовность корпоративного сектора привлекать капитал на РЦБ: сдерживающие факторы

Структура экономики Казахстана такова, что наиболее крупные активы реального сектора сосредоточены либо в квазигосударственном секторе, либо являются сырьевыми компаниями, часть из которых – совместные предприятия с иностранным участием (проекты Кашаган, Карачаганак, Тенгиз). МСБ в основном либо пользуется госсубсидиями, либо участвует в тендерах сырьевых или квазигосударственных компаний. В условиях преобладающей роли государства в экономике в Казахстане не распространены бизнес модели с участием частного капитала, потенциально интересные для инвесторов РЦБ.

Опрос QAMS, проведенный среди представителей потенциальных эмитентов, выявил следующие демотивирующие факторы для выхода компаний на фондовый рынок: боязнь потери контроля или неготовность делиться властью в области корпоративного управления; ограниченность внутреннего фондового рынка, низкая ликвидность; неразвитость институциональной инфраструктуры; жесткие нормативы инвестиций в ценные бумаги для институциональных инвесторов; дороговизна заимствований при текущей базовой ставке.

Респондент 43: «У нас ключевое различие в базовой ставке: в России и Казахстане. Помимо всего прочего, есть фактор как ликвидность. Российский рынок намного ликвиднее, чем казахстанский. Тем более у нас существует двойственность, когда мы имеем две фондовые площадки. Несформировавшийся рынок мы пытаемся делить на два. Причем без конкретной стратегии от каждой из площадок».

Однако ключевым фактором является отсутствие в нашей стране **очевидной премии** за прозрачность бизнеса, получение статуса публичной компании в результате выхода на открытый рынок. Собственники компаний в Казахстане не готовы раскрывать важную для инвесторов информацию, включая конечных бенефициаров, структуру владения бизнесом.

2. Слабая база долгосрочных инвесторов и низкая вовлеченность домохозяйств

2.1 Институциональные инвесторы

2.1.1 Пенсионные активы: конкурентный рынок как триггер спроса

Институциональная инфраструктура фондового рынка Казахстана имеет высокую степень концентрации активов в одном институте – ЕНПФ. Пенсионные активы на 01 января 2021 года составили 12,6 трлн тенге против совокупного объема активов страховых компаний в размере 1,4 трлн тенге на аналогичную дату. Поскольку инвестиционные решения в отношении пенсионных активов сосредоточены в Национальном банке, внутренний рынок долгосрочного капитала до последнего времени был представлен одним покупателем и продавцом ценных бумаг.

ЕНПФ был создан в августе 2013 года на базе ГНПФ путем передачи активов частных НПФ. Управляет активами ЕНПФ и одновременно регулирует инвестиционную деятельность Национальный банк РК, что говорит о наличии очевидного конфликта интересов.

На вопрос «Может ли развитие конкурентного рынка управления пенсионными активами стать драйвером развития РЦБ?» 71% респондентов опроса QAMS ответили однозначно утвердительно. 28,5% респондентов одной из ключевых проблем в развитии РЦБ назвали наличие в стране одного институционального инвестора – ЕНПФ.

Однако респонденты рассматривают развитие конкуренции в сфере управления пенсионными активами в комплексе с решением вопросов приватизации госактивов путем IPO, расширения перечня финансовых инструментов, доступных для инвестиций за счет пенсионных накоплений.

Позитивный сдвиг в развитии институциональной базы РЦБ связан с предоставлением вкладчикам ЕНПФ права выбирать управляющего активами. С начала 2021 года вступили в силу поправки в законодательство, предусматривающие возможность передачи пенсионных накоплений сверх уровня достаточности (ЕПВ) в управление частным управляющим компаниям (УК). Однако частные УК конкурируют не между собой за выбор вкладчиков, а с вариантом использования ЕПВ на приобретение недвижимости, поскольку данная опция, в отличие от передачи в УК, позволяет вывести пенсионные накопления из НПС в кэш.

По состоянию на 5 мая 2021 года на цели улучшения жилищных условий (данные ЕНПФ) на банковские счета вкладчиков было переведено более 1,2 трлн тенге ЕПВ. И только 3,2 млрд тенге были переведены под управление УК. Данный тренд продолжится, поскольку у вкладчиков пенсионного фонда есть мотивация выводить пенсионные накопления из НПС. Частные УК в таком случае будут вынуждены свернуть деятельность из-за нерентабельности.

Что необходимо сделать:

- ✓ Предоставить вкладчикам ЕНПФ возможность использования всей суммы пенсионных накоплений для передачи в УК.
- ✓ Вкладчик должен иметь возможность изъятия всей инвестиционной доходности (по итогам года), полученной в результате управления УК.
- ✓ УК должны иметь больше пространства в выборе валютной структуры портфеля и финансовых инструментов, доступных для инвестиций.
- ✓ Возможность выбора вкладчиком инвестиционной стратегии в соответствии с его риск-аппетитом.

2.1.2 Потенциал инвестиций в корпоративные ценные бумаги со стороны страховых компаний, банков и брокеров, сдерживающие факторы

Помимо пенсионного фонда (ЕНПФ), институциональными инвесторами фондового рынка являются страховые компании (СК), коммерческие банки и брокерские организации. По мнению респондентов, сокращение регуляторной нагрузки позволило бы повысить ликвидность локального РЦБ в секторе корпоративных бумаг.

Респондент 42: «Госдолг у нас достаточно развит. Корпоративный долг, чтобы его развить, нужно сделать реформу пруденциальных нормативов. Сейчас сложно инвестировать страховым, институциональным инвесторам. Тяжело покупать [ценные бумаги], потому что дают нормативы».

В РК в настоящее время функционируют 28 СК, в том числе 9 в сфере страхования жизни. Активы СК несоизмеримо меньше пенсионных активов: 1,4 трлн против 12,6 трлн тенге. В структуре активов СК почти 70% занимают ценные бумаги, в основном ГЦБ.

Между тем в банковской системе наблюдается профицит ликвидности. По данным АРРФР, на 01 декабря 2020 года совокупные активы 26 БВУ составили 30,4 трлн тенге, в том числе ссудный портфель (основной долг, без учета резервов) занимает в активах 15,6 трлн тенге. То есть почти половина активов банков не задействована в кредитной деятельности (в начале 2015 года – только 22%). Не задействованная в кредитной деятельности ликвидность в основном инвестируется в ГЦБ или размещается на счетах в НБ РК. Для сравнения: в структуре активов банковского сектора РФ доля кредитов, по данным ЦБ РФ, составляет в настоящее время около 70% (с 2015 года эта цифра сильно не изменилась).

38 организаций на начало 2021 года имеют лицензии брокеров-дилеров, в том числе 18 банков. Совокупные активы брокеров-дилеров составляют 164,6 млрд тенге. Управляющих инвестиционным портфелем (УИП) насчитывается 19 с общим объемом активов (на 01 января 2021 года) 246,3 млрд тенге.

Какие нормативные изменения, по мнению респондентов, необходимы?

В частности, в отношении деятельности СК и брокеров нелогичным выглядит максимальное взвешивание такого долгосрочного инструмента, как ETF, в высоколиквидных активах (до 90%). При этом, что акции, входящие в структуру ETF, взвешиваются под 100%. Например, простая акция БЦК с кредитным рейтингом от S&P на уровне В/стабильный взвешивается под 100%, а индекс KASE, в состав которого входит БЦК, - менее 90%. Такой подход нелогичен, поскольку, приобретая ETF на индекс, СК тем самым «покупает» всю корзину акций данного индекса и таким образом диверсифицирует риски. Чего не скажешь об инвестициях в отдельные долевые бумаги.

Регуляторные требования к системам IT, управления рисками, внутреннего контроля в отношении профучастников РЦБ не учитывают масштабы бизнеса той или иной компании, что зачастую ведет к неоправданным издержкам.

В рамках регулирования инвестиций БВУ в ценные бумаги нелогичным с точки зрения оценки рисков является «потолок» кредитного рейтинга иностранного эмитента ГЦБ на уровне ВВВ-, в то время как для иностранных корпоративных эмитентов этот «потолок»

составляет В. То есть риски по корпоративным эмитентам-нерезидентам оцениваются как меньшие в сравнении с рисками по суверенным эмитентам.

По мнению участников рынка, необходимо также расширить корзину долговых ценных бумаг квазигосударственных компаний, под которые НБ предоставляет ликвидность по ставкам «вилки» базовой ставки НБ.

2.2 Розничные инвесторы: потенциальная база, мотивирующие и сдерживающие факторы

Общемировой тенденцией является активизация участия индивидуальных (розничных) инвесторов на фондовых рынках. Этому способствуют технологии доступа к торгам в условиях удешевления транзакций, социальные сети (тематические чаты), «мир через экран смартфона».



В Казахстане доля физлиц, открывших брокерские счета, мизерна по мировым меркам. По данным ЦД, на 1 февраля 2021 года зарегистрировано 136 685 лицевого счета (+13,9% к началу 2020 года), или 1,4% от экономически активного населения. Для сравнения: в РФ количество физлиц, имеющих брокерские счета на Московской бирже на начало февраля 2021 года составляло 9,4 млн человек (+3,6 млн с начала 2020 года), или 12,5% от экономически активного населения РФ.

Если посмотреть динамику открытия счетов (диаграмма), наибольший рост в 2014 году - в период действия Программы «Народное IPO», в результате IPO KEGOC. В этом контексте позитивным является возможное возобновление программы. Что касается активных (по меркам РК) счетов, по которым операции с ценными бумагами производились не реже одного раза в год, по данным АО «Казпочта», из порядка 28 000 обслуживаемых этим

брокером счетов физлиц (по состоянию на 25 декабря 2020 года) более 1 000 являются активными (3,5%).

Статистика по счетам в «BCC Invest»: из 1 578 брокерских счетов физлиц активными являются 1 370 (86,8%). При этом общий объем активов физлиц в денежном эквиваленте (в тенге) составил на 04 февраля 2021 года 3,6 млрд тенге, средний счета клиента-физлица – 2,6 млн тенге.

В России значительный рост активности физлиц на РЦБ начался со второй половины 2018 года в результате снижения ставок по депозитам. Средняя максимальная ставка в банках РФ в настоящее время не превышает 4,5% годовых в рублях. Росту количества розничных инвесторов способствовало введение в РФ с 1 января 2015 года индивидуальных инвестиционных счетов (ИИС), особенностью которых являются налоговые вычеты (если средства находятся на ИИС три года и более). Большая часть ИИС была открыта российскими банками.

Так, на конец 2015 года в России было зарегистрировано более 89 600 ИИС с остатком средств на них 5,1 млрд рублей, а уже на конец октября 2020 года - 3,1 млн с активами свыше 246 млрд рублей. Наибольшее количество ИИС было открыто за 10 месяцев 2020 года в банках, в частности, в Сбербанке - 1,6 млн счетов, Тинькофф Банке - 508,9 тыс. счетов. Доля частных инвесторов в объемах торгов акциями в РФ составила 41% (34% в 2019 году), облигациями – 17% (в 2019 году – в среднем 10%), на спот-рынке валюты – 14,3%, на срочном рынке – 44,3%.

По оценкам ЦБ РФ, потенциал для роста ИИС сохраняется, поскольку на депозитах и счетах в российских банках на 1 октября 2020 у населения хранилось 32,7 трлн рублей, а ИИС есть только у 2% населения.

В Казахстане рост количества индивидуальных инвесторов (доля розницы в обороте акций на KASE составляет около 50%) ограничивается относительно (в сравнении с РФ) высокими ставками по банковским вкладам, учитывая разницу в базовых ставках (в РК – 9%, РФ – менее 5%). Однако потенциальная база розничных инвесторов может раскрыться в результате:

1. Предоставления вкладчикам ЕНПФ, обладающих пенсионными накоплениями сверх порога достаточности (829 368 человек, по данным ЕНПФ на 01 февраля 2021 года), права использовать ЕПВ (свыше 2,5 трлн тенге) на цели приобретения жилья или передачи в управление частным УК. Даже в случае однократного использования сверхдостаточных накоплений на приобретение жилья, данные вкладчики потенциально являются инвесторами фондового рынка в случае дальнейшей реализации недвижимости, а также в силу режима обязательности пенсионных взносов.
2. Предоставления БВУ от имени своих клиентов торговать ценными бумагами на локальном и зарубежных рынках. Сколько клиентов банков могут воспользоваться такой возможностью, зависит от динамики процентных ставок по депозитам.

Тенденцией последних лет является рост удельного веса депозитов физлиц в казахстанских банках. Так, если в начале 2015 года доля вкладов «физиков» в депозитной базе (помимо физлиц, учитываются вклады небанковских юрлиц) составляла около 56%

(3,93 трлн тенге в абсолютных цифрах), то на начало 2021 года – почти 70% (9,14 трлн тенге). Потенциально часть депозиторов-физлиц в случае снижения процентных ставок и развития брокериджа в ряде БВУ могут стать инвесторами РЦБ. Это связано также с неизбежной трансформацией банковского бизнеса в сторону универсализации услуг (пример Kaspi).

Таким образом, потенциал розничной базы инвесторов в Казахстане можно оценить:

1. Если брать в расчет долю участия в РЦБ российских «физиков» от экономически активного населения (12,5%) и экстраполировать на Казахстан (9,2 млн человек экономически активного населения), то оценка потенциала – чуть более 1,1 млн.
2. Если же брать в расчет вкладчиков ЕНПФ, обладающих сверхдостаточными пенсионными накоплениями, то оценка - 829 368 человек.

В итоге минимальная оценка потенциальной базы индивидуальных инвесторов в РК - 1,1 млн «физиков», что в 8 раз больше, чем открыто счетов в ЦД. В перспективе можно рассматривать всех депозиторов-«физиков» потенциальными инвесторами РЦБ, учитывая тенденцию «демократизации» брокерских комиссий в мире.

3. Пробелы правового регулирования и правоприменительная практика, вызывающая недоверие

3.1 Защита прав миноритарных инвесторов: правовые пробелы и правоприменительная практика

Наибольшие вопросы у респондентов вызывает правоприменительная практика в судах. На вопрос «Способствует ли законодательная база РК развитию РЦБ? Какие существуют правовые пробелы в этой сфере?» 47% респондентов видят проблему незащищенности прав миноритарных акционеров в судах.

Респондент 31: «Права миноритариев в Казахстане сложно защищать в связи с тем, что, как правило, перед судом всегда предстает более слабая сторона и более сильная сторона. И когда сильная сторона участвует в споре, ожидать какой-то объективности от суда не всегда получается. Поэтому если ты миноритарий, ты заведомо лишен возможности отстаивать свои права. Тебе приходится в этом случае убеждать, что суд может в данном случае применить ту или иную норму. Это опять же связано с тем, что суд у нас слабый, он ищет положения в законе, которыми он может прикрыться».

Кроме того, с учетом накопленной правоприменительной практики разрешения корпоративных споров в акционерных обществах, очевидна необходимость внесения в нормы корпоративного права РК изменений и дополнений, направленных на устранение правовых пробелов. Речь прежде всего идет о нормах закона РК «Об акционерных обществах» (далее - Закон), регулирующих порядок выкупа акций в случае консолидации 30% и более голосующих акций (а также 95% и более акций), выкупа акций по требованию акционера, необходимости в новой норме о «зеркальном» сплите (дроблении) голосующих и привилегированных акций.

Практика корпоративных споров выявила следующие правовые пробелы.

Нормы Закона (статья 25 и статья 69, пункт 2) содержат размытую формулировку в части определения цены выкупа акций у акционеров в случае консолидации каким-либо лицом или группой аффилированных лиц 30% и более голосующих акций. Данный пробел позволяет консолидатору произвести выкуп акций у остальных акционеров по несправедливой цене. Необходимо определить, что цена выкупа акций у миноритариев со стороны консолидатора должна быть не менее цены, по которой консолидатор приобрел акции у мажоритарного акционера.

Сама процедура выкупа акций при консолидации с целью получения контроля в Казахстане не учитывает интересы миноритариев на ранних стадиях переговоров. Более прозрачна процедура, определенная в законодательстве США (имплементированная законодательством РФ) как «tender offer»: потенциальный консолидатор направляет публичную оферту в Совет директоров компании, который в свою очередь информирует об этом всех акционеров. В Казахстане у мажоритарного акционера, когда он принимает решение о выкупе акций у остальных акционеров, появляется прямая заинтересованность в падении капитализации компании с целью манипулирования ценой выкупа акций, в том числе путем внесения изменений в Методику выкупа акций (далее - Методика). В Законе необходимо установить заслон для подобных манипуляций, определив внесение изменений в Методику как ковенанту для требования о выкупе акций на условиях прежней Методики.

Закон не содержит нормы о сплите акций. Данный пробел позволяет эмитенту производить сплит одной категории акций (например, голосующих) без одновременного сплита другой категории акций (например, привилегированных). Учитывая, что, согласно законодательству РК, размер дивидендов, начисленных на привилегированные акции, должен быть не меньше, чем по простым (голосующим) акциям, данный пробел способствует нарушению прав держателей привилегированных акций.

Большие вопросы вызывает порядок выкупа акций в случае консолидации каким-либо лицом или группой аффилированных лиц 95% голосующих акций (статья 25-1) в части цены выкупа. Так же, как в случае с консолидацией 30% и более акций, необходимо установить, что цена выкупа акций у миноритариев должна быть не меньше, чем у крупных акционеров, включая контролирующего акционера.

Налоговое законодательство Казахстана в части налогообложения операций физлиц на зарубежных фондовых рынках не учитывает сделки, по которым зафиксирован убыток. Это не соответствует стандартам и практике, принятым в странах ОЭСР. Кроме того, неоднозначно налоговыми органами трактуется норма Налогового кодекса в части получения физлицом дохода в странах с льготным налоговым режимом (в этом случае подоходный налог удерживается с оборота по ценным бумагам, а не с прироста стоимости). Местом получения дохода признается страна резидентства брокера, а не страна, где расположена биржа, на которой совершаются сделки с ценными бумагами.

3.2 Пределы подзаконного регулирования

С 2008 года в ответ на банковский кризис финансовый регулятор начал затяжной «крестовый поход» против всех возможных рисков. Результатом стало то, что, во-первых, ограничен доступ на рынок новых игроков, во-вторых, существенно сокращается

конкурентоспособность казахстанских финансовых организаций в сравнении с зарубежными игроками, поскольку стираются границы между национальным и международными рынками, между банками, маркет-плейсом и финтехом.

37% респондентов видят ограничения в развитии РЦБ, связанные с подзаконным регулированием рынка (на уровне регулятора): «формализованный», «стерильный» подход. То есть регулирование, основанное на формальном подходе, а не принципах. Регулирование в странах Запада основано на принципах common-sense (здорового смысла), что требует от регулятора высокого уровня экспертизы.

Респондент 18: «В чем сила регуляторов в тех странах, где развитые рынки? Там достаточно высокий уровень экспертизы. Смотрят на суть вещей, но не на какие-то формальные вещи. Проблема формального подхода: насколько формальные вещи ты требуешь, настолько тебе формальную бумагу и приносят... Это называется: вы делаете вид, что регулируете, а я делаю вид, что подчиняюсь».

CONCLUSION:

- ✓ Самыми крупными «камнями» на входе в казахстанский РЦБ являются низкая ликвидность рынка и дефицит инвестиционных идей. Все остальное вторично.
- ✓ Для развития РЦБ необходим комплекс мер, а не отдельные меры: ускоренная и инклюзивная (с вовлечением розничных инвесторов) приватизация; стимулирование долгосрочного институционального спроса на ценные бумаги путем развития конкуренции в управлении пенсионными активами; либерализация нормативного регулирования.
- ✓ Приватизация нужна не ради приватизации, а как способ сокращения государства в экономике. Максимальный доход от продажи госактивов не должен быть приоритетом.
- ✓ Сочетание административного «кнута» и долгосрочной мотивации менеджмента будут эффективным инструментом для ускорения приватизации. Можно рассмотреть разную систему оплаты труда в публичных и непубличных компаниях квазигосударственного сектора, а также оплату опционами на акции в качестве бонусов.

Что необходимо:

- ✓ Ускоренная приватизация (6-8 компаний в течение 3 лет) через IPO «дочек» и «внучек» госхолдингов. Что это даст? В этом случае:
 1. Появится интерес иностранных институциональных инвесторов к локальному рынку. Нерезиденты «не придут» в Казахстан за одной или двумя инвестиционными идеями.
 2. У Казахстана появятся больше шансов попасть в индекс MSCI, что станет прямой дорогой для ценных бумаг казахстанских эмитентов в портфели западных фондов.
- ✓ Разделить компании-кандидаты на приватизацию путем IPO на две группы:
 1. Наименее подготовленные – размещение на внутреннем рынке небольших пакетов акций (не более 10%) с существенным дисконтом к оценочной стоимости. При этом установить ключевые показатели эффективности менеджмента, способствующие росту рыночной капитализации эмитента.

2. Наиболее подготовленные - размещение на внутреннем и внешнем рынках крупных пакетов акций (не менее 25%).
- ✓ Предоставить вкладчикам ЕНПФ возможность использования всей суммы пенсионных накоплений для передачи в УК.
 - ✓ Госпрограммы сократить до минимума социально значимых.
 - ✓ Рассмотреть возможности использования правовой инфраструктуры МФЦА для развития и улучшения практики разрешения корпоративных споров.
 - ✓ Провести либерализацию нормативного регулирования инвестиций в ценные бумаги.

Вопросник

- ✓ Какие проблемы в развитии РЦБ Вы считаете ключевыми на сегодняшний день?
- ✓ Каким образом фондовый рынок может способствовать качественному экономическому развитию страны? Каковы могут быть эффекты для экономики?
- ✓ Каковы причины низкой ликвидности локального РЦБ? Каким образом можно повысить ликвидность рынка?
- ✓ Ваше отношение (отрицательное, нейтральное, положительное) к одновременному функционированию двух фондовых площадок в стране: KASE и AIX.
- ✓ Что (какие меры, условия, события) может стать главным драйвером развития РЦБ? Политическая воля может стать таким драйвером?
- ✓ Как Вы оцениваете объем предложения финансовых инструментов на локальном РЦБ, качество эмитентов?
- ✓ Что необходимо сделать для увеличения объемов предложения ценных бумаг и качества эмитентов?
- ✓ Может ли приватизация государственных активов стать триггером развития РЦБ?
- ✓ Как Вы оцениваете темпы приватизации? В чем Вы видите причины затягивания сроков приватизации?
- ✓ Есть ли связь между долей государства в экономике, с одной стороны, и развитием РЦБ и экономики в целом, с другой?
- ✓ По Вашему мнению, насколько непрозрачность корпоративного сектора является сдерживающим фактором в развитии РЦБ?
- ✓ По какой причине казахстанские компании не стремятся использовать возможности привлечения капитала через выпуск ценных бумаг на бирже?
- ✓ Какие меры и стимулы, на Ваш взгляд, необходимы для повышения прозрачности корпоративного сектора? Что более эффективно в условиях Казахстана: административные меры или экономические стимулы?
- ✓ Что необходимо сделать для повышения привлекательности казахстанского РЦБ для иностранных инвесторов? Какие препятствия имеются? Является ли неучастие Казахстана в системе Euroclear существенным фактором для иностранных инвесторов?
- ✓ Какие возможности Вы видите (что необходимо сделать) для продвижения эмитентов Казахстана в MSCI Index, в том числе в серию индексов MSCI ESG Index?
- ✓ Как Вы оцениваете потенциал базы розничных инвесторов? Что необходимо сделать для ее развития? Какие факторы являются ограничителями для данного сегмента РЦБ?

- ✓ Может ли развитие конкурентного рынка управления пенсионными активами значительно повысить ликвидность рынка, стать драйвером развития РЦБ?
- ✓ Каким требованиям должны соответствовать компании по управлению пенсионными активами, в том числе, в части инвестиционной политики, финансовой устойчивости? Какие аспекты критически важны в регулировании их деятельности КУПА?
- ✓ Что может стать бенчмарком (опыт какой страны) для Казахстана в вопросах управления пенсионными активами?
- ✓ Как Вы оцениваете институциональную инфраструктуру рынка? Какие изменения здесь необходимы?
- ✓ Как Вы оцениваете потенциал инвестиций в ценные бумаги со стороны страховых компаний, инвестиционных фондов? Каковы здесь сдерживающие факторы, и что необходимо сделать?
- ✓ Как Вы считаете, способствует ли законодательная база в Казахстане развитию РЦБ? Какие, по Вашему мнению, существуют правовые пробелы в этой сфере или в сфере корпоративного права?
- ✓ Как Вы оцениваете правовую защиту прав миноритарных инвесторов, возможности разрешения корпоративных споров в судебном порядке?
- ✓ Какие изменения, по Вашему мнению, необходимо внести в законодательство в части защиты прав миноритариев?
- ✓ Как Вы оцениваете возможности использования площадки МФЦА для укрепления правовой инфраструктуры РЦБ, разрешения корпоративных споров?
- ✓ Насколько существующее нормативное правовое регулирование (в том числе на уровне финансового регулятора) способствует развитию РЦБ? Создает ли регулирование дисбалансы или рыночные ограничения?
- ✓ Опыт какой страны может послужить бенчмарком для совершенствования нормативного правового регулирования локального РЦБ?