«На рынке Казахстана останется один ключевой инвестор»

Арнат АБЖАНОВ,
член правления АО Halyk Finance

В интервью Cbonds Review член правления Halyk Finance Арнат Абжанов рассуждает о том, какие последствия для казахстанского долгового рынка будет иметь пенсионная реформа и создание Единого накопительного пенсионного фонда, как компании второго эшелона будут решать вопрос привлечения фондирования в условиях, когда на рынке останется один инвестор с консервативной инвестиционной стратегией, а также о том, насколько сильно сократится и количество профучастников, и рынок инвестиционно-банковских услуг в Казахстане.

– Какие болевые точки на рынке облигаций Казахстана вы видите в текущей ситуации?

– Казахстанский рынок в принципе довольно небольшой. На нем довольно отчетливо выделяются две категории эмитентов — это квазисуверенные компании и заемщики неинвестиционного уровня. К сожалению, компаний второго эшелона неинвестиционной категории у нас было не так уж много и до кризиса — в отличие от той же Российской Федерации, где на рынке присутствует достаточно эмитентов с рейтингами на уровнях BB и B по международной шкале. Более того, после кризисного пика 2008–2009 годов ситуация в Казахстане усугубилась: многие компании, которые до кризиса могли претендовать на рейтинг B, сегодня ему уже не соответствуют. При этом даже те компании, которые могли бы получить международный рейтинг, всерьез задумываются над тем, стоит ли это делать, так как текущие размеры и потребности их бизнеса пока не позволяют им привлекать существенные объемы средств на международных рынках капитала. Как вы знаете, традиционным бенчмарком на рынке еврооблигаций является выпуск объемом $500 млн и выше. Такие крупные заимствования многим компаниям из второго эшелона не нужны, и они обращаются к местному рынку облигаций, где наличие международного рейтинга формально не является критическим фактором для выпуска и размещения ценных бумаг.

Главным же событием на местном рынке в этом году стало анонсированное в январе создание Единого накопительного пенси-

онного фонда (ЕНПФ). Сейчас все мы находимся в ожидании фактического создания ЕНПФ на базе существующего Государственного накопительного пенсионного фонда (ГНПФ) с последующим объединением всех пенсионных активов в ЕНПФ. На время проведения данной реформы наш регулятор — Национальный банк Республики Казахстан (НБРК) — существенно сузил перечень финансовых инструментов, которые можно приобретать за счет пенсионных активов: так, из негосударственных ценных бумаг неинвестиционного уровня в данный перечень вошли только облигации коммерческих банков Казахстана с рейтингом не ниже B– по международной шкале. В результате в настоящее время на локальном рынке фактически отсутствует спрос на негосударственные ценные бумаги неинвестиционного уровня со стороны ключевых инвесторов нашей страны — накопительных пенсионных фондов. В то же время, как было сказано ранее, у нас изначально был весьма ограниченный рынок в плане предложения. Таким образом, налицо определенные проблемы как с точки зрения инвесторской базы, так и с точки зрения объема и качества предложения новых бумаг.

— Как вы считаете, почему регулятор пошел на создание ЕНПФ — он не заинтересован в развитии местного финансового рынка?

— Судя по имеющейся информации, это политическое решение — а политические решения трудно оценивать лишь с экономической точки зрения. В последнее время в Казахстане прослеживается тенденция к усилению государственного контроля над стратегическими активами, в том числе финансовыми. Наши пенсионные активы за сравнительно короткий промежуток времени — 15 лет — набрали хорошую критическую массу и по состоянию на 1 июля достигли 3.41 трлн тенге (то есть около $22.5 млрд). Они будут переданы в ЕНПФ под инвестиционное управление НБРК. У нас и раньше в законе «О пенсионном обеспечении в Республике Казахстан» была закреплена государственная гарантия по сохранности пенсионных накоплений. Причем гарантировалась сохранность не только всех осуществленных пенсионных взносов — то есть основной суммы пенсионных накоплений, но и их индексация к инфляции. Это означает, что человек при выходе на пенсию может рассчитывать на то, что он или она получит свои пенсионные активы, включая весь накопленный чистый инвестиционный доход — и если уровень этого дохода окажется меньше, чем саккумулированная за соответствующий период инфляция, то государство будет эту разницу компенсировать. Согласно опубликованным аргументам Нацбанка, создание ЕНПФ приведет к снижению операционных и административных расходов, связанных с учетом и хранением пенсионных активов, устранит риск совершения сделок с аффилированными лицами и прекратит злокачественную миграцию вкладчиков из одного фонда в другой.

Тем не менее открытым остается такой ключевой вопрос, как исторически низкий уровень коэффициента номинального дохода (K2) по нашей пенсионной системе в целом. Например, за последние пять лет средневзвешенный K2[1] всего пенсионного сектора нашей страны по состоянию на 1 июля оказался в два (!) раза меньше накопленного уровня инфляции за этот же период. Соответственно, возникает вполне резонный вопрос — если ни один из десяти пенсионных фондов страны не сумел побороть пятилетнюю инфляцию, то удастся ли это сделать ЕНПФ, и если да, то каким образом?

— Одна из проблем российского внутреннего рынка — это отсутствие длинных денег. С другой стороны, у нас есть пример рынка Казахстана, где фактически единственными инвесторами являются пенсионные фонды со своими длинными деньгами. Отсюда — крайне низкая ликвидность. Что будет с этой самой ликвидностью после создания ЕНПФ?

— Проблема текущей ликвидности ценных бумаг действительно может существенно усугубиться после создания ЕНФП. Если раньше пенсионные фонды могли, по крайней мере, торговать между собой, то понятно, что ЕНПФ сам с собой торговать не будет. На рынке останется один ключевой инвестор. Его мандаты и инвестполитика пока не известны. Но очевидно, ликвидность рынка не улучшится от того, что количество участников на нем сократится.

— Какие глобальные последствия это может иметь для финансового рынка?

— Мы уже видели, как после решения о создании ЕНПФ объем вторичных торгов корпоративными облигациями существенно упал. Так, по сравнению с четвертым кварталом 2012 года он сократился на 74.3% в первом квартале и на 37.4% во втором квартале текущего года. В первую очередь от этого страдают эмитенты, которые понимают, что с образованием единственного крупного инвестора процесс размещения их ценных бумаг может существенно затрудниться. Участники рынка понимают, что пенсионные активы будут находиться под строгим государственным контролем НБРК, и ЕНПФ на практике, скорее всего, будет иметь очень консервативную инвестиционную стратегию. В таких условиях средним корпорациям второго эшелона будет тяжелее продать свою кредитную историю.

— Хотите сказать, многие компании могут распрощаться с долговым рынком как с источником фондирования?

— ЕНПФу тоже нужно рассматривать высокодоходные проекты, чтобы достичь своего бенчмарка — уровня инфляции за отчетный период. Тем не менее для многих потенциальных эмитентов могут возникнуть негативные последствия.

— Это и рынком-то назвать сложно. Когда государство — фактически единственный инвестор, о каких рыночных ставках можно говорить?

— Наш рынок все еще находится на ранней стадии развития, и сейчас существует серьезный риск не только остановить его развитие, но и повернуть все вспять на 15 лет назад. Такой разворот был бы крайне нежелателен.

— Ясно, что придется как-то приспосабливаться к работе в новых условиях. Это дилемма не только и не столько для эмитентов, сколько для профучастников. Ваш бизнес к этому готов?

— Мы понимаем, что наши доходы от рынка облигаций существенно сократятся, поэтому интенсивно и

[1] Средневзвешенный K2 по умеренному инвестиционному портфелю за пятилетний период равен 19.52%, в то время как средневзвешенный K2 по консервативному инвестиционному портфелю за пятилетний период составил 18.87%. Накопленный уровень инфляции за этот же период — 38.38% (источник — Комитет по контролю и надзору финансового рынка и финансовых организаций НБРК).

ЕСЛИ НИ ОДИН ИЗ ДЕСЯТИ ПЕНСИОННЫХ ФОНДОВ СТРАНЫ НЕ СУМЕЛ ПОБОРОТЬ ПЯТИЛЕТНЮЮ ИНФЛЯЦИЮ, УДАСТСЯ ЛИ ЭТО СДЕЛАТЬ ЕНПФ И КАКИМ ОБРАЗОМ?

постоянно ищем альтернативные источники доходов. В первую очередь это рынок акций. В Казахстане активно внедряется программа «Народное IPO». В прошлом году в рамках этой программы на рынок вышел «КазТрансОйл». Мы являемся единственным андеррайтером и финансовым консультантом следующего по очереди эмитента — АО KEGOC, национального оператора единой электроэнергетической системы Казахстана. Помимо подготовки к IPO АО KEGOC, мы активно боремся за новые мандаты как в рамках программы «Народное IPO», так и вне ее.

Второе стратегическое направление для нас — рынок слияний и поглощений, где мы также очень скрупулезно работаем. Важными для нас являются и услуги финансового консультирования, где мы традиционно играем ведущую роль на рынке, помогая нашим клиентам оптимизировать структуру их текущих публичных заимствований, выйти в листинг на KASE и тому подобное.

— Какую долю в доходах раньше занимал долговой рынок?

— Это была достаточно существенная часть доходов. Дело в том, что долговой рынок Казахстана быстрее других начал восстанавливаться после тяжелого кризиса 2008—2009 годов. И именно эмитенты облигаций начали первыми выходить как на местный тенговый рынок, так и на международный рынок еврооблигаций. Пока такая картина сохраняется и сейчас. К слову, если в прошлом году казахстанскими эмитентами было размещено еврооблигаций на сумму 3.2 млрд тенге, то только за пять месяцев текущего года казахстанские заемщики привлекли более $4.5 млрд на рынке еврооблигаций. Такая активность обусловлена прежде всего благоприятным окном на международных рынках капитала, которым успешно воспользовались подготовленные эмитенты. На внутреннем облигационном рынке ситуация оптически (так как эмитенты в основном представляли только банковкий сектор) также выглядит оптимистичной — по сравнению с четвертым кварталом 2012 года рост объема первичных размещений корпоративных облигаций составил 47.2% и 136.8% в первом и во втором кварталах 2013 года соответственно.

2012-й стал еще и годом возрождения рынка IPO. Он показал сразу две успешные истории. С гордостью отмечу, что мы участвовали в качестве совместного менеджера в международном размещении депозитарных расписок и акций АО Kcell, крупнейшего мобильного оператора в Казахстане, с двойным листингом на LSE и на Казахстанской фондовой бирже — KASE. Второй сделкой было IPO «КазТрансОйла».

— Кстати, в России, в отличие от Казахстана, equity-рынок полностью так и не восстановился. А народные IPO и вовсе получили наполовину скандальную репутацию. Что выступило драйвером этого рынка в Казахстане?

— Нам в этом случае повезло с тем, что мы имели хорошую возможность проанализировать негативный опыт России — включая уроки Сбербанка, ВТБ и других. Перед нами стояла задача избежать тех же самых ошибок. Поэтому с самого начала наше правительство очень серьезно и взвешенно подошло к развитию программы «Народное IPO». Все понимали, что если провалится первое размещение, то под угрозой окажется будущее всей программы. Перед размещением «КазТрансОйла» был проведен анализ более 400 компаний, входящих в АО «Фонд национального благосостояния «Самрук-Казына». В результате были отобраны наиболее стабильные с финансовой точки зрения кандидаты. Ими ожидаемо оказались компании сектора utilities, которые обычно имеют утвержденную сетку тарифов и, соответственно, стабильные прогнозируемые доходы. Кроме того, был сделан правильный акцент на дивидендную политику как важный фактор инвестиционной привлекательности. В частности, в ходе IPO «КазТрансОйла» были объявлены дивиденды в размере не менее 40% от чистого дохода компании. Это послужило мощной мотивацией для наших розничных инвесторов, которые, в свою очередь, способны дать хороший толчок дальнейшему развитию казахстанского рынка ценных бумаг. Для многих розничных инвесторов акции «КазТрансОйла» стали адекватной альтернативой депозитам. Люди действительно на этом заработали, и те, кто поучаствовал в первом IPO, расскажут о своем успехе другим. Я очень надеюсь (и мы над этим постоянно работаем), что нам удастся вывести на рынок очередные успешные истории в ближайшем будущем.

— Вам как локальному игроку приходится делить место под солнцем в первую очередь с местными конкурентами или все же с международными инвестдомами?

— Мы активно конкурируем со всеми ведущими международными инвестиционными банками. В первую очередь эта конкуренция видна на рынке DCM, где за каждый мандат идет постоянная интенсивная борьба. Пока мы показываем себя в ней весьма достойно.

Так, в этом году АО Halyk Finance выступило совместным лид-менеджером в сделках совокупным объемом почти $3.5 млрд из размещенных на рынке $4.5 млрд. Это говорит о том, что успешные казахстанские эмитенты нас очень хорошо знают и отлично понимают, что партнерство с командой Halyk Finance весьма важно для их успешного размещения. Понятно, что на рынке еврооблигаций многое зависит и от международных инвестиционных банков. С другой стороны, мы, как и лучшие из международных инвестиционных банков, активно участвуем в самих размещениях: берем бумаги как себе в торговый портфель, так и в клиентские активы под нашим управлением. Halyk Finance сегодня — это полноценный инвестиционный банк с полной линейкой высококачественных продуктов. В то же время я конструктивно отношусь к международным инвестиционным банкам и всегда настроен на эффективное и результативное сотрудничество. За годы совместной деятельности мы хорошо сработались со многими международными инвестдомами.

— Комиссии у вас конкурентные?

— Сейчас наши комиссии на порядок ниже, чем у международных банков. Возможно, это связано с тем, что при размещении эмитенты, как правило, большую часть своих облигаций распределяют среди международных инвесторов. Для них важна ликвидность, поддержание связей с международным инвестиционным обществом. Эмитенты понимают, что наши ключевые инвесторы — это пенсионные фонды страны, для которых характерна стратегия buy & hold. В каком-то смысле из-за этого страдает ликвидность. Особенно когда речь идет о размещениях в национальной валюте и база инвесторов целиком формируется из локальных фондов.

— Может ли предстоящая пенсионная реформа стимулировать процесс консолидации местных игроков на финансовом рынке из-за сокращения объемов бизнеса?

— Мы наблюдали эту тенденцию на протяжении последних пяти лет — и до анонсирования новых преобразований в нашей пенсионной системе. Позиция регулятора на этот счет вполне обоснованна и адекватна: ему важно видеть устойчивых участников рынка. Многие брокерские компании добровольно сдали лицензии и продолжают сдавать. На пенсионном рынке происходит консолидация ресурсов: пенсионные фонды и управляющие пенсионными активами могут получить новые лицензии и либо управлять добровольными пенсионными активами, которые были сформированы от добровольных пенсионных взносов, либо остаться на рынке в качестве управляющих компаний. Но понятно, что у любой компании есть фиксированные расходы — зарплаты и другие постоянные издержки. Не для всех акционеров пенсионных фондов и управляющих пенсионными активами новая бизнес-модель окажется приемлемой и привлекательной. Поэтому можно ожидать дальнейшую консолидацию среди профучастников.

Беседовала Антонина Тер-Аствацатурова