

Татьяна Батищева

Почти логичный исход эмитентов

Желая приостановить исход листинговых компаний с биржи, уполномоченный орган предпринимает ряд мер, в том числе введение рейтинговой оценки. Однако отказ от листинга вряд ли решит проблему качества компаний



Юлия Крайченко

За девять месяцев текущего года из торговых списков Казахстанской фондовой биржи были исключены 14 компаний, что в два раза больше количества эмитентов, которые были делистингованы в период с 2003 года на начало 2006 года. Картина довольно интересная на фоне того, что правительство пытается активизировать рынок акций, привлекая на биржевой рынок компании, в частности реализуя такой национальный проект, как РФЦА.

Делистинг становится привычным

Причины ухода с биржи у каждой из компаний были свои. В одних такое решение принял основной владелец, например, Китайская национальная корпорация по раз-

ведке и разработке нефти и газа – стопроцентный владелец АО «СНПС – Ай Дан Мунай» – мотивировала это тем, что не планирует производить какие-либо операции с данными акциями. Другой свой казахстанский актив – АО «Petrokazakhstan Oil Product», китайский инвестор также вывел с фондовой биржи, реорганизовав компанию в ТОО. Что, конечно же, поддается логическому объяснению: мировые цены на нефть растут, деньги для развития есть, следовательно, вопрос о привлечении денег на открытом рынке и выстраивание отношений с инвестиционным сообществом отпадает сам собой.

Другая часть компаний, у которых снизился уровень финансовых показателей, перестала соответствовать биржевым требованиям. Согласно листинговым правилам, объем продаж листинговой

компания должен быть не менее 50 тыс. МРП, в то время как у некоторых компаний он снизился, в частности у Казюев-лирпрома этот показатель составлял всего 37 тыс. МРП. Возможная причина в том, что изменилась рыночная конъюнктура, и компании просто не смогли ей соответствовать. Что говорит о слабом качестве этих эмитентов, не случайно компании с таким нарушением были преимущественно из категории «В», где требования к эмитентам более упрощенные, чем в категории «А».

Однако самым распространенным нарушением среди листинговых компаний является несвоевременное предоставление на биржу аудированной финансовой отчетности. Это и стало причиной делистинга таких компаний, как АО «Алматы Кус» и АО «ССГПО», так и не предоставив-

ших аудированный отчет за 2004 год. Если же посмотреть таблицу текущих нарушений нынешних должников биржи – кандидатов на делистинг, то почти у всех компаний можно обнаружить все то же отсутствие в указанные сроки аудированной отчетности.

Похоже, что причина тому – загруженность аудиторов, которые не успевают вовремя проводить аудит листинговых компаний. В настоящее время биржевой совет для листинга компании по наивысшей категории листинга признает аудит только пяти компаний: «большой четверки» и BDO Казахстанаудит, ввиду того что данные аудиторы соответствуют требованиям Всемирного банка, установленным им для аудиторских организаций в целях аудита проектов, реализуемых в РК за счет кредитов и грантов Всемирного банка. По словам вице-президента KASE **Иделя Сабитова**, биржа давно уже рассматривает вопрос расширения списка аудиторских компаний. «Оценить качество аудиторов по каким-либо критериям на практике очень сложно и, возможно, это необходимо делегировать саморегулируемой организации, такой как палата аудиторов, чтобы она определила критерии качества работы того или иного аудитора», – комментирует г-н Сабитов.

Правительство уже пошло по этому пути, оставив лицензирование аудиторов в компетенции Министерства финансов, а мониторинг качества их деятельности – профессиональных сообществ. Но тут возникает закономерный вопрос: насколько аудиторский рынок созрел для того, чтобы контроль качества не стал формальным? Ведь проштрафившаяся аудиторская компания, исключенная из сообщества, имеет право по истечении трех месяцев повторно вступить в профессиональное сообщество. А стимулов для профессионального роста у такой компании скорее всего не будет. Другой вопрос, станут ли аудиторы более независимыми, так как закон по-прежнему разрешает аудиторам совмещать основную деятельность с консалтингом и другими соответствующими профилю видами деятельности. Что нисколько не будет способствовать сокращению отечественной практики, когда клиент может договориться с аудитором.

Уйти добровольно

Однако у инвесторов наибольший интерес вызывает делистинг по инициативе самого эмитента. Дело в том, что в мировой практике такие случаи – неслучайны. Попасть на биржу не только почетно, но и довольно затруднительно, ведь биржи выставляют своим членам высокие требования. Поэтому компании, находящиеся в торговых списках, как правило, доб-

ровольно отсюда не уходят. Однако некоторые отечественные листинговые компании развиваются по своему сценарию. Они решили свои стратегические задачи, и биржа теперь им не нужна. По мнению директора компании «Туран-Алем Секьюритис» **Кайрата Бектанова**, делистинг – это издержки становления отечественного фондового рынка. Эмитенты либо не понимают, зачем они пришли на биржу, либо уже исчерпали свой биржевой потенциал. Крупные же компании, как, например, «Казцинк», не ориентируются на местный рынок – он им неинтересен, и поэтому предполагает либо перерегистрироваться в ТОО, либо осуществить первичное размещение на зарубежных площадках. «Думаю, что делистинг есть нормальная процедура очистки фондового рынка от тех эмитентов, которым листинг не нужен», – считает Кайрат Бектанов.

Понятно, что с торговой площадки уходят одни из самых крупных и успешных компаний, акции которых были наиболее привлекательны для инвесторов. Во-вторых, делистинг компании нарушает права институциональных инвесторов, которые могут покупать инструменты исключительно листинговых компаний. И в случае исхода компании с биржи им нужно избавляться от теперь уже неликвидных акций.

По общему мнению участников рынка, основной причиной недобросовестности многих эмитентов являются налоговые льготы на прирост стоимости акций, обращающихся на организованном рынке. Некоторые владельцы пакетов воспользовались преференциями и произвели структурные изменения в своей среде, тем самым выполнив цель листинга. К примеру, предыдущий акционер заходит в листинг, фиксирует прибыль, продает свою долю, а дальше, когда цены на рынке скорректировались, можно выйти из листинга, не заплатив налог на прирост стоимости.

Однако государство учло этот момент и изменило налоговое законодательство в части предоставления льгот на прирост стоимости акций. Теперь оно будет отсеивать с листинга компании, которые пришли на биржу ради этих льгот. Поэтому с нового года льготы по доходам прироста стоимости компании получают только те, кто будет в случае выхода с биржи выставлять свой пакет на аукционные торги. Ускоренный исход с листинга как раз и объясняется тем, что те, кому нужно было поменять и структурировать собственников и получить при этом льготы, уже это сделали. Однако не все участники рынка согласны с изменением налоговых правил. «Считаю, что отмена налоговых льгот совершенно неправильна, – говорит президент компании Gala invest

consulting **Галина Шалгимбаева**. – Уровень сегодняшней экономики позволяет государству давать льготы, если опять же оно заинтересовано в том, чтобы как можно больше компаний котировали свои бумаги на фондовой бирже».

Другой целью делистинга для недобросовестных компаний было желание извлечь с этого дополнительную прибыль, а также избавиться от ненужных миноритариев – институциональных инвесторов и физических лиц, если таковые имеются. Здесь схема была следующей. Зная, что его бумаги находятся в портфелях банков, пенсионных фондов, страховых компаний, эмитент в целях скупки акций по заниженным ценам объявляет делистинг. Институциональным инвесторам деваться будет некуда, и они продадут эмитенту обратно акции уже не по рыночной цене, а по той, которую установит сам эмитент.

Чтобы как-то приостановить этот процесс, участники рынка видят выход в том, чтобы применять различные штрафные санкции. Например, за добровольный делистинг компании или же переход из категории «А» в «В» без причин банкротства штрафовать эмитента на очень крупную сумму. А надо ли вообще применять санкции, задаются вопросом эксперты рынка. Ведь, скорее всего, штрафные санкции не остановят эмитентов, компания заплатит любую сумму, и все равно уйдет с казахстанского рынка ценных бумаг. На биржу должны выходить те компании, которые действительно заинтересованы в биржевом размещении. Поэтому прописывать ограничения по делистингу в законодательстве бессмысленно, должна быть этическая составляющая. «Ответственность эмитентов в случае ухода с биржи законодательно никак не урегулирована, и наказать их за это никто не может: листинг, как и инициированный по желанию самого эмитента делистинг – дело добровольное. Поэтому в данном случае больше морально этический аспект, – считает Галина Шалгимбаева. – При этом защищать свои права должны сами управляю-

Открой новый мир

BILNEX
МИР ОФИСНОЙ МЕБЕЛИ

www.bilnex.kz

щие активами: они должны мониторить рыночную ситуацию и заранее видеть тенденцию, когда компания идет к выводу с биржи. Не думаю, что такое решение будет для рынка неожиданностью».

Но даже если эмитента не остановить в его желании уйти с рынка, то важным для инвесторов остается вопрос, как осуществить выкуп акции по справедливой цене. По мнению председателя правления компании Premier Asset Management Мурата Долгиева, вариантов предотвращения ущерба от ухода казахстанских эмитентов на зарубежные торговые площадки не несколько.

Во-первых, необходимо дать возможность конвертировать выводимые с KASE акции в международные, по аналогии с ADR или GDR. Таким образом, инвесторы смогут конвертировать свои бумаги в международные и продать их за рубежом. Конвертация же должна проводиться без убытка для инвесторов в пропорции один к одному либо посредством коэффициента, но с тождественной текущей стоимостью. Поэтому в каждом конкретном случае нужно смотреть, чтобы стоимость бумаг была справедливой после конвертации.

Во-вторых, если случай делистинга связан не с уходом на внешние рынки, а эмитент делистингуется в целях перехода формы компании из акционерного общества в ТОО с последующим укрупнением долей, то в таком случае необходимо дать инвестору возможность продать свои бумаги обратно эмитенту и, более того, обязать эмитента выкупить их. В данном случае нужно прописать правила выкупа в нормативных актах, согласно которым выкуп бумаг у акционеров будет осуществляться по рыночной стоимости за 30 дней до начала выкупа. Этот промежуток нужен для того, чтобы избежать давления на рынок и избежать манипуляции ценами.

Чтобы инсайдерская информация не смогла обрушить рынок, нужно брать учетную рыночную стоимость акции. Она имеет месячный лаг, соответственно, утечка информации заранее не сильно повлияет на цену – она останется средне-взвешенной.

Вездесущий рейтинг

Чтобы искоренить проблему наличия у институциональных инвесторов бумаг уже нелистинговых компаний, АФН предлагает внедрить рейтинговую оценку. Теперь владельцев акций не будет беспокоить уход эмитента с биржи, ведь привязка будет идти не к статусу листинговой компании, а к его рейтингу. По словам председателя АФН Армана Дунаева, рейтинговая оценка более правильная. Если бумаги эмитента котируются на уровне «BBB+», то пенсионный фонд сможет их приобрести. Но проблема, о которой за-

Понятно, что с торговой площадки уходят одни из самых крупных и успешных компаний, акции которых были наиболее привлекательны для инвесторов

являли некоторые финансовые организации, что в Казахстане нет рейтинговых агентств, которые бы достаточно активно осуществляли оценку компаний, конечно же, есть. «Но все равно мы намерены твердо переходить на рейтинговую оценку компаний, в том числе и по рискам. Если компания решила эмитировать свои облигации как публичная компания, она должна четко понимать, что без получения рейтинга она просто не привлечет денег», – сказал г-н Дунаев.

Однако если говорить про логическую связку рейтинг – долговые бумаги, то крупные компании давно привлекают капитал в Казахстане, продавая облигации пенсионным фондам, а на Западе выпускают евробонды, которые уже имеют кредитный рейтинг. Поэтому внедрение обязательного рейтинга на них никак не отразится.

Рейтинг представляет собой оценку кредитного потенциала и рисков компании. Листинг же подразумевает постоянное раскрытие информации эмитентом – публикацию финансовой отчетности,

сведений об акционерах, крупных сделках, решении общего собрания и т.д. Поэтому с точки зрения принятия решения инвестирования в ценные бумаги компании, имеющей рейтинговую оценку, но не прошедшую листинг, очевидно, что листинговые компании с рейтингом более привлекательны.

Тем более что кредитный рейтинг не всегда является универсальным средством, хотя бы потому что нельзя руководствоваться кредитным рейтингом при первоначальном выпуске акций. Необходимо разделять листинг и рейтинг. Изначальная проблема отечественной биржи заключается в том, что институциональные инвесторы воспринимают листинг как некий стандарт качества по умолчанию. Если бумаги в листинге, считается, что они хорошего качества. На самом деле каждый инвестор должен принимать риски на себя и самостоятельно оценивать эмитента. И потенциал биржи заключается не в том, чтобы оценивать кредитные качества компании, это задача аналитиков или рейтинговых агентств.

В идеале листинг и рейтинг должны совмещаться. Листинг нужен для того, чтобы войти на биржу, соответствуя требованиям, а рейтинг у бумаг может быть, а может и не быть. Мировая практика такова, что листинг имеют и Лондон, и Нью-Йорк. Кроме того, законодательство предусматривает заключение сделок с использованием активов пенсионных фондов исключительно на организованном рынке. Поэтому компании-эмитенту, ориентированной на данную категорию инвесторов (как, впрочем, и на всех остальных), необходимо будет помимо рейтинговой оценки осуществлять и листинг своих ценных бумаг.

Уход листинговых компаний – закономерное явление, считают участники. На бирже должны быть только те компании, которые в этом заинтересованы. И хотя АФН неоднократно заявляло, что введение рейтинга произойдет по истечении определенного периода времени, похоже, что этим инструментом также со временем воспользуются не все нынешние и потенциальные эмитенты. Слишком дорого обойдется эта услуга, ведь только на РФЦА государство планирует возмещать часть затрат на аудит. Да и не все из них смогут получить приличный рейтинг.

Но даже наши отечественные рейтинговые агентства вряд ли смогут решить проблему, поскольку создавать действительно прозрачную и независимую компанию очень дорого, и ее услуги по стоимости будут сопоставимы с международными агентствами, а создание слабенького агентства несет угрозу присвоения намеренно или ошибочно высоких рейтингов. ■