

Курсив

Юрий Валиков

07.02.2013

НПФ попросили подождать в коридоре



В контексте пенсионной реформы в РК регулятор сначала "заморозил" работу НПФ с большинством ценных бумаг на бирже, затем открыл для торгов акции "КТО", а теперь на бирже установлены ценовые коридоры для ряда бумаг. Вице-президент KASE Андрей Цалюк рассказал "Къ", что, несмотря на потенциальную убыточность для биржи подобных ограничений, такие коридоры позволят оградить активы пенсионных фондов от недобросовестного использования.

– Национальный банк РК ввел ценовые коридоры расчета для организаций, осуществляющих деятельность по инвестиционному управлению пенсионными активами (ОИУПА), а также предельно допустимые цены покупки или продажи ценных бумаг в торговой системе KASE. Расскажите, зачем вообще такой шаг мог понадобиться?

– На мой взгляд, этот шаг Нацбанк делает для защиты пенсионных активов. В преддверии объединения пенсионных фондов повышается риск вывода денег вкладчиков недобросовестными людьми из системы.

– Как они могут вывести активы из системы?

– Их можно выводить через организованный фондовый рынок, заключая сделки с ценными бумагами по неадекватным ценам. Существуют схемы, о которых здесь я по понятным причинам говорить не буду. Схемы эти известны надзорным и прочим компетентным органам, с ними борются. Для предотвращения реализации таких схем и вводятся ценовые коридоры для работы на рынке пенсионных фондов.

– О каких бумагах идет речь? Есть список?

– В опубликованной биржей новости нет полной информации от Национального банка по теме ценовых коридоров. В частности, там не сказано, что введены ограничения по списку бумаг. В письме, полученном биржей от Нацбанка, говорится, какие ценные бумаги могут покупаться, какие продаваться организациями по управлению пенсионными активами, причем списки этих бумаг (разрешенных для покупки и для продажи) не совпадают. В конце письма сказано, что сделки с этими бумагами должны проводиться в коридорах цен, установленных Комитетом по индексам и оценке Казахстанской фондовой биржи.

– И как методика ценовых коридоров была разработана?

– В минувшие выходные биржа трудилась над поставленной задачей. Мы разработали определенную методику, согласно которой и были установлены коридоры. Методика еще не согласована с Нацбанком, но мы были вынуждены эти коридоры объявить. Хочу акцентировать внимание на том, что мы только рассчитали параметры и объявили их, выполнив поставленную регулятором задачу. Сейчас мы уже отправили письмо в Нацбанк, где изложена разработанная нами методика, и дальше, я надеюсь, начнется конструктивное сотрудничество с регулятором, целью которого будет внесение продуманных поправок в правила

инвестирования пенсионных активов уже на основании этой или откорректированной методики. Но вводить коридоры нужно было в срочном порядке, поскольку, как я уже говорил выше, существует риск вывода пенсионных активов.

Поэтому Нацбанк активно отреагировал, сначала запретив инвестирование пенсионных активов во все инструменты, следом "открыв" акции "КазТрансОйла", дабы не допустить их падения, затем расширил перечень разрешенных бумаг, но установил ценовые ограничения. Теперь можно всесторонне все обдумать и менять правила игры на уровне нормативных актов. Как известно, для этого нужно время.

– Методика по расчету коридоров базируется на волатильности прошлых цен?

– Конечно. Если точнее, то за базовый период мы берем предшествующий год. И считаем такую выборку оправданной. Единственным исключением стали акции "КТО", где мы по понятным причинам использовали данные с 25 декабря.

– Получается, тот факт, что диапазон по "КТО" самый узкий, объясняется только наименьшей историей жизни бумаги на бирже?

– Нет, просто эта бумага характеризуется наименьшей волатильностью, так как она наиболее ликвидна и у нее самый узкий спред между ценами на покупку и продажу. В условиях воздействия на рынок одинаковых факторов меньше всего "качает" цену наиболее ликвидных бумаг, так как многие одновременно хотят и купить, и продать их. Это уравнивает рынок. Реальный спред между котировками на покупку и на продажу "КазТрансОйла" находится на отметке 0,37% (значение на понедельник, 4 февраля. – "Къ"). Бывает, что спред снижается до 0,15%. И это все при том, что требования к спреду для маркет-мейкера сейчас не более 7%! Если посмотреть на другие бумаги индекса (KASE Index. – "Къ"), спред по которым 6,89%, или РД "КазМунайГаз" со спредом 6,22%, то видна разница со спредом "КТО". Сейчас также ликвидны простые акции "Казактелекома" – спред составляет 0,29%, и "Кселл" – 0,26%. Вот и получается, что чем уже спред, и чем дольше этот спред держится, тем, соответственно, волатильность бумаги ниже. Именно поэтому отклонения такие небольшие.

– Значит, коридор привязан к спреду...

– Я хочу акцентировать внимание на том, что по сути это не коридор. Судя по недавним звонкам на биржу, не все поняли, что мы ограничиваем сверху только цену покупки. То есть можно покупать не дороже потолка коридора, и продавать не дешевле его пола. Иначе говоря, если у пенсионного фонда появляется возможность купить что-то значительно ниже рынка – а это выгодно вкладчикам – пожалуйста. Или продать очень дорого – пожалуйста. Нельзя дорого покупать на пенсионные деньги и дешево продавать бумаги из портфелей НПФ. На текущий момент люди, не понимающие всех процессов, звонят и говорят, что по "КТО" физлица в течение дня могут «уронить» бумагу ниже цены закрытия предыдущего дня минус 0,75%. И пенсионные фонды не смогут поддерживать рынок, так как он вышел из коридора и будет беспрепятственно валиться вниз. Но это неверное трактование: покупать внизу они и могут, и должны, поскольку это выгодно вкладчикам.

– Получается, коридор по сути выполняет функции ориентира, без жестких привязок?

– Не то чтобы ориентира. Из-за определения коридора у пенсионных фондов нет возможности купить выше цены закрытия предыдущего дня плюс 0,75%, если речь о бумагах "КТО". Обратная ситуация: пенсионные фонды не могут продать эти акции ниже цены закрытия предыдущего дня минус 0,75%. Все остальные – могут. Если же фонду посчастливится продать по цене закрытия и выше на любую величину – пожалуйста, потому что продавать акции дорого – это в интересах вкладчиков.

– Вы не считаете, что из-за работы пенсионных фондов в коридорах по ряду ценных бумаг, остальной рынок будет подстраиваться под эти ценовые диапазоны по этим же бумагам?

– Пока что происходящее с акциями "КТО" не подтверждает такой гипотезы. Конечно, случаи бывают разные. Когда акции "КТО" начали постепенно "сползать" с 830 тенге за штуку, пенсионных фондов, готовых покупать эти бумаги, практически не было. Но это не мешало работать другим инвесторам. Однако при приближении к отметке 800 тенге за акцию спрос пенсионных фондов стал расти. Поэтому своеобразное дно рынка по акциям "КТО" сформировалось на отметке 800 тенге, поскольку там стояли серьезные заявки пенсионных фондов.

И именно тогда, когда был введен запрет на работу пенсионных фондов на рынке, и был провал котировок акций "КазТрансОйла" до 760 тенге. Затем, как Вы помните, Нацбанк разрешил-таки фондам работать с акциями дебютанта "Народного IPO", и котировки "КТО" моментально выросли до объективной цены. Но справедливости ради хочу отметить, что начало движения цены вверх после падения обеспечили отнюдь не пенсионные фонды. Разумные инвесторы поняли, что регулятор не сможет не открыть "КТО" для пенсионных фондов (для реализации инсайда времени просто не было), и они на свой страх и риск стали активно покупать на отметке в 760 тенге, сыграв на опережение. Чуть позже подключившийся спрос "пенсионщиков" буквально вытолкнул бумагу на уровень 800 тенге за бумагу. Сейчас заявки пенсионных фондов на покупку расположены в интервале от 800 до 810 тенге, защищая рынок от падения.

В общем, рынок формирует различные ситуации, но отмечу, что инвестиционными идеями бумага не богата, она достаточно простая для инвестора. Поэтому при разной рыночной диспозиции может работать и Ваша гипотеза, где "физики" будут оглядываться на пенсионные фонды. Но в другом случае может получиться так, что "пенсионщики" будут работать с оглядкой на физлиц.

Есть еще один интересный момент. Коридор будет демпфировать колебания цены бумаги. Например, когда на рынок начнет воздействовать какой-либо фактор, и цена устремиться вверх, покупать бумагу "пенсионщики" смогут в течение дня только до уровня цены закрытия предыдущего дня плюс 0,75 %. Дальнейший рост будет уже без них, следовательно, он окажется менее быстрым. И если рост будет продолжительным, несколько дней, фонды, конечно, окажутся в менее выгодных условиях, чем остальные инвесторы. Угадав (и просчитав) движение рынка, они будут ограничены в своей позиции, так как на нашем рынке купить сразу, на одном ценовом уровне, практически невозможно. Как только начинаешь покупать, рынок сразу уходит вверх, и его приходится догонять. То же касается и продажи. С одной стороны, это минус, конечно, для фондов. Но в целом менее "эмоциональное" поведение бумаги, в которую инвестируют физические лица, это, конечно, плюс.

– Введение коридоров актуально только для ООИУПА, или для НПФ тоже?

– Это касается как средств вкладчиков, так и собственных активов НПФ и ООИУПА.

– Значит, список акций, по которым вводятся коридоры, шире, чем бумаги "КТО", "Казактелеком" и "РД "КМГ"...

– По акциям мы насчитали столько, сколько опубликовали. Но вопрос списка бумаг, по правде говоря, интересный. Ведь мы не публиковали список конкретных наименований бумаг. Конкретно были указаны только акции, потому что без этого было нельзя определить коридоры. На наш взгляд, критерии отбора бумаг, которые нам предоставили, не позволяют исчерпывающим образом сформировать список из бумаг конкретных наименований.

– В чем принципиальное отличие введения коридоров для акций и, скажем, корпоративных облигаций и ГЦБ?

– По некоторым акциям – акциям представительского списка индекса KASE – есть довольно активный рынок, на котором формируются репрезентативные цены. Поэтому, изучив волатильность цен каждой такой акции, можно установить обоснованный коридор цен для каждой из них.

По облигациям рынка фактически нет. Поэтому такие бумаги можно объединять в крупные группы и устанавливать коридоры для групп. Причем в качестве величины, от которой нужно отсчитывать "ширину коридора", приходится брать не цены конкретных сделок, а результат рыночной оценки бумаг таких групп. Словом, принципиальное отличие состоит в том, что по акциям мы можем оперировать ценами фактических сделок, а по облигациям – некими расчетными величинами, которые опираются на математически обработанную статистику.

– Кто автор идеи введения коридоров – Нацбанк или KASE?

– Нацбанк. Биржа только исполняет поставленные регулятором задачи.

– Выгодны ли эти нововведения для биржи? Или это временные меры, и участники торгов не сильно почувствуют ее на себе?

– Выгодно ли для биржи – интересный вопрос. С одной стороны, любое ограничение негативно отражается на ликвидности, что невыгодно для биржи: от введения коридоров вряд ли вырастут объемы торгов на KASE. Но с точки зрения защитных мер от манипуляций – это плюс. При доведении системы коридоров цен до совершенства в нормативной, организационной и информационной части, а также при условии формирования продуманного списка разрешенных "пенсионщикам" ценных бумаг (я убежден, что в список доступных акций должны быть допущены все бумаги индекса KASE) минусы пропадут совсем.

– Вы официально запрашивали у Нацбанка открытие доступа фондам к бумагам индекса KASE?

– Это будет следующий шаг. Сейчас нужно до конца разобраться с методикой ценовых коридоров. Нужно понимать, что Комитет по индексам и оценке – это внутреннее подразделение биржи, в которое входят только специалисты биржи, и установление коридоров по не согласованной с регулятором методике – это большая ответственность. Судя по всему, регулятор пошел на такой шаг, исключительно принимая во внимание срочность вопроса и готовность биржи профессионально решить задачу. Ведь мы осуществляем рыночную оценку ценных бумаг, которую потом используют пенсионные фонды. В дальнейшем регулятор, я надеюсь, будет принимать более активное участие в этом вопросе.

– В таком случае, если с механизмами коридоров цен что-то пойдет не так – к кому будут предъявляться претензии: к регулятору, или к бирже?

– Нас тоже по понятным причинам очень интересует ответ на этот вопрос (смеется). Поэтому мы достаточно тщательно отработали в этом ключе, и при необходимости готовы защитить свою методику по каждому ее параметру.

– Если оценить общую обстановку: пенсионные реформы, по-Вашему, не сильно повредят бирже и эмитентам?

– Не секрет, что на биржу эмитенты в основном идут для доступа к пенсионным деньгам. Если сейчас резко сузится спектр бумаг, покупать которые можно пенсионным фондам, это

негативно отразится на доходах биржи: ведь есть листинговый сбор, комиссионные сборы... Поэтому ряд компаний, которые планируют листинговаться на KASE, попросту могут отказаться от этой идеи.

Справедливости ради надо сказать, что пока сложно предполагать, куда и как планируют инвестировать деньги объединенного фонда, когда он будет, каким будет, кто будет им управлять и прочее.

– По поводу листинга: с 1 января все НПФ вывели на биржу. Получается, все было напрасно?

– Я бы так не сказал: основной задачей было повысить прозрачность фондов через листинг. Я сомневаюсь, что кто-то рассчитывал видеть акции пенсионных фондов активно торгующимися на KASE. Хотя IPO пары фондов – это очень интересная идея, на мой взгляд.

– По "Народному IPO": не повредят ли нововведения в пенсионной системе успешному выходу второго участника программы? Или, по-Вашему, нет смысла выпускать нового участника, пока не будет перестроена пенсионная система?

– Работа госфонда "Самрук-Казына" по этому вопросу уже ведется. Биржа консультирует и представителей ФНБ, и финансовых консультантов по этим вопросам. На первый взгляд, идея объединения пенсионных фондов не повышает шансов успешной реализации программы "Народного IPO". Но все будет зависеть от реализации идеи.

– Потому что...

– Дело вот в чем. Президент поставил задачу, которая может быть выполнена по-разному. Пока сложно предполагать, как пенсионные реформы отразятся на программе "Народного IPO". К тому времени, когда по программе выйдет следующая компания, а я думаю, что мы увидим ее только в начале осени, со всеми этими вопросами должны успеть разобраться.

– Почему именно осенью?

– Логика проста. Во-первых, компания должна идти на биржу с консолидированной аудированной финансовой отчетностью. А такая отчетность в любом случае будет готова не раньше конца мая. Затем нужно провести роуд-шоу. В результате наступит лето, когда все крупные игроки в отпусках. Летом IPO не проводят. Поэтому предполагаю, что выход второго участника состоится ранней осенью, когда еще будут действовать результаты аудита за прошедший год. Но есть еще один важный момент. Народ обязательно должен почувствовать "вкус" дивидендов "КазТрансОйла". Поэтому при верном исполнении дивидендных выплат для второго участника программы будет подготовлена весьма благодатная почва. Я бы на месте организаторов IPO корпорации KEGOC провел размещение после выплаты дивидендов по бумагам "КТО", а это произойдет не раньше лета.

– Спасибо за интересный диалог.