Рынок прямых инвестиций в Казахстане

KPMG в Казахстане и Центральной Азии
Май 2019 г.

kpmg.kz

Приветствие

Ардақ Қасымбек

Уважаемые партнеры, инвесторы и коллеги!

Приветствую вас на страницах отчета, посвященного анализу рынка прямых инвестиций (private equity) в Казахстане.

Сегодня перед АО «Казына Капитал Менеджмент» (ККМ) стоит цель по развитию инфраструктуры private equity в Казахстане, поэтому компании важно получить понимание текущего состояния рынка и определить необходимые шаги для его развития.

Одним из сдерживающих факторов развития индустрии прямых инвестиций в Казахстане является недостаточность информации. В рамках подготовки отчета была проведена масштабная работа по сбору и анализу данных. Например, впервые проведен опрос участников рынка private equity и предпринимателей, чтобы определить текущие проблемы и выработать рекомендации по развитию рынка. Более того, впервые общественности будут представлены количественные данные по объему рынка private equity и его роли в экономике Казахстана.

Данный отчет – это первый в своем роде публичный аналитический материал по рынку прямых инвестиций в Казахстане, и мы надеемся, что он предоставит местным и иностранным инвесторам и участникам рынка необходимую информацию для понимания отрасли, а также поможет улучшить экосистему рынка для его дальнейшего развития. Мы гордимся этой инициативой и верим, что отчет будет полезен как профессиональным участникам рынка, так и широкому кругу читателей.

Уверен, что ККМ продолжит содействовать дальнейшему развитию рынка прямых инвестиций в Казахстане и повышать эффективность реализуемых инвестиционных проектов.

Хочу поблагодарить KPMG за проделанную работу, а также всех участников рынка, кто принял активное участие в подготовке отчета.

С уважением,

Ардақ Қасымбек
Председатель Правления АО «Казына Капитал Менеджмент»

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Сакен Жумашев

Уважаемые коллеги!

Представляем вашему вниманию первый обзор по рынку прямых инвестиций (private equity) в Казахстане, подготовленный по инициативе АО «Казына Капитал Менеджмент».

В этом исследовании мы попытались осветить не только текущее положение отрасли прямых инвестиций в Казахстане, но и проанализировать перспективы развития и ключевые проблемы рынка.

Значительная степень закрытости и непрозрачности рынка private equity в Казахстане приводит к тому, что существенное число сделок не попадают в поле зрения аналитиков и экспертов, что не только затрудняет понимание отрасли (и, в частности, сделало непростым наше исследование), но и снижает привлекательность отрасли для ее участников, включая потенциальных инвесторов и предпринимателей.

В данных условиях для нас было особенно важно опираться не только на имеющиеся цифры, но и получить актуальные мнения участников рынка. В ходе исследования мы провели интервью с 35 представителями отрасли private equity и опросили более 100 участников бизнес-сообщества. Мы безмерно благодарны всем нашим респондентам за внимание, проявленное к данному исследованию и ценные экспертные мнения, без которых этот отчет не был бы возможен.

Также хотим выразить искреннюю признательность команде АО «Казына Капитал Менеджмент» за возможность работать над этим отчетом. Отдельно хочу поблагодарить коллег, которые внесли свой вклад в подготовку данного исследования.

Мы надеемся, что данный отчет восполнит недостаток информации о существующих в Казахстане инструментах private equity и будет способствовать появлению на рынке большего числа историй успеха.

С уважением,

Сакен Жумашев
Управляющий партнер KPMG в Казахстане и Центральной Азии

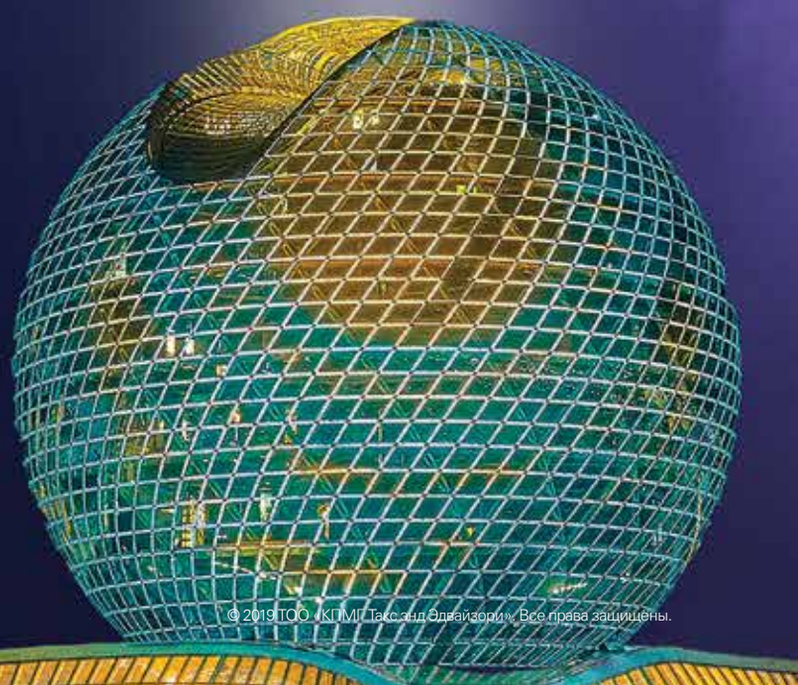
© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Благодарности

Выражаем благодарность за вклад в осуществление данного исследования (участие в интервью и предоставление дополнительной информации) руководству международных инвестиционных фондов, представителям квазигосударственного сектора, местным отраслевым экспертам и инвесторам, а также руководителям и владельцам отечественных предприятий:

— Абдразакову Ельдару (Centras Group)
— Акинову Мурату (Centras Securities)
— Басибекову Арслану (Baiterek Venture Fund)
— Джунусову Олжасу (KAZ Chemicals)
— Дюсембаеву Рашиду (Centras Capital)
— Ережепову Бауржану (Almaty CITIC Kazyna Advisor)
— Ержанову Габбасу (Kazyna Capital Management)
— Жантурину Бейбуту (BV Management)
— Жилкину Андрею (Verno Capital)
— Жылкыбаеву Тобылу (Centras Venture Fund)
— Кабиеву Даурену (Verno Capital)
— Калажанову Диасу (London Business School, MBA)
— Карасаеву Дамиру (Paladigm Capital)
— Кертай Бекторе (RCG Stitching)
— Килыбаеву Даулетхану (Al Falah Capital Partners)
— Клековкину Антону (Baring Vostok Capital Partners)
— Комекову Максату (Prime Capital Holding)
— Комиссарову Артему (Verno Capital)
— Корчевскому Александру (I2BF Global Ventures)
— Кусаину Жанибеку (AIFC)
— Мажибаеву Кайрату (Resmi Group)
— Мукашевой Фатиме (Eurasia RED)
— Мурзагалиеву Даурену (RG Gold)
— Мухамеджанову Евгению (KASE)
— Онаеву Даурену (Visor Kazakhstan)
— Оспанову Ерлану (Verny Capital)
— Оспанову Рустему (RCG Stitching)
— Раеву Нурбеку (iKapitalist)
— Тену Алексею (CEECAT Capital)
— Терскин Екатерине (CITIC Capital)
— Тюхтеневу Айасу (ATON)
— Укенову Олжасу (Almak Capital)
и другим респондентам.

Отдельная благодарность команде KPMG – Мадияру Толеугали, Юлии Тычинской, Жаннат Салимовой-Текай, Дарье Приваловой, Татьяне Шапошниковой, Ерхану Космагамбетову за помощь в подготовке отчета.



© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Терминология

Термины «Private Equity», «Mergers & Acquisitions» как в английском языке, так и в переводе на русский язык часто интерпретируются по-разному, поэтому важным аспектом исследования является определение терминологии (подробнее см. раздел 7 «Глоссарий»).

В данном отчете используются следующие термины и определения:

Фонды прямых инвестиций (англ. Private Equity Fund, ФПИ) – это финансовые структуры, привлекающие средства частных и институциональных инвесторов для последующего вложения в акционерный капитал компаний. В данном исследовании определение ФПИ сужается до рассмотрения двух категорий: классические ФПИ и кэптивные ФПИ при семейных офисах/бизнес-конгломератах. Подробное описание свойств классических ФПИ, кэптивных ФПИ при семейных офисах/бизнес-конгломератах приводится в разделе 2.

Прямые инвестиции (англ. Private Equity, ПИ) – класс частных инвестиций в акционерный капитал. В данном исследовании под ПИ понимаются инвестиции, осуществляемые классическими ФПИ и кэптивными ФПИ при семейных офисах/бизнес-конгломератах, то есть профессиональными инвесторами, имеющими свойства, описанные в разделе 2.

Слияния и поглощения (англ. Mergers & Acquisitions, M&A) – это общий термин, включающий в себя ряд различных сделок, таких как слияния, приобретения, консолидация, покупка активов и приобретения для управления. Приобретение – это получение контроля или собственности в компании. Финансовые операции по слиянию/приобретению/консолидации компаний часто проводятся несколькими транзакциями и различными юридическими/физическими лицами, а информация о приобретаемой доли в компании неизвестна. В контексте настоящего исследования M&A рассматривается в широком смысле, как приобретение доли в уставном капитале непубличной компании. То есть, сделки M&A включают в себя прямые инвестиции (ПИ).

Таким образом, ПИ отличается от любой другой сделки с частным капиталом типом инвестора (в данном исследовании рассмотрены классические ФПИ и кэптивные ФПИ при семейных офисах/бизнес-конгломератах).

Качество информации и методология исследования

Рынок непубличных сделок с акционерным капиталом как в Казахстане, так и во всем мире является достаточно закрытым с точки зрения доступа к информации. В то же время, на более развитых рынках существуют отдельные структуры, обычно функционирующие в форме ассоциаций, которые проводят мониторинг, консолидируют информацию о рынке и определяют методологию. Подобная работа в Казахстане не проводится, поэтому в условиях ограниченного доступа к информации, мы были вынуждены использовать различные источники данных, консолидируя их с целью дальнейшего мониторинга и обновления.

Не во всех случаях источники являлись надежными, поэтому для проверки гипотез и получения наиболее достоверной информации были проведены интервью с отраслевыми экспертами, международными фондами и участниками рынка, имеющими обширный опыт работы в Казахстане как со стороны частного сектора, так и со стороны государства.

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Содержание

Резюме отчета

стр. 8

Экономика Казахстана за последние 10 лет

1.1 Макроэкономический обзор 15
1.2 Распределение капитала 22
1.3 Источники финансирования бизнеса 25
1.4 Казахстан в рейтингах 34

стр. 14

Private equity как источник устойчивого экономического роста

2.1 Прямые инвестиции 38
2.2 Ценность, которую несут ФПИ для бизнеса 41
2.3 От долга к капиталу: устойчивый рост за счет диверсификации структуры финансирования экономики 42
2.4 Классические ФПИ и специфика ПИ в Казахстане 44

стр. 36

Развитие рынка private equity в Казахстане

3.1 Рынок private equity в Казахстане: эволюция и становление 47
3.2 Обзор ключевых игроков экосистемы private equity в Казахстане 52
3.3 Анализ активности на рынке M&A за период 2008–2018 гг. 66
3.4 Фандрейзинг ФПИ и освоение средств инвесторов 70
3.5 Динамика совокупного объема осуществленных прямых инвестиций в Казахстане за 2008–2018 гг. 71
3.6 Отраслевой фокус инвестиций 74
3.7 Виды сделок 75
3.8 Определение количества завершенных выходов и стратегий выхода 76
3.9 Обзор наиболее успешных историй взаимодействия ФПИ с бизнесом в Казахстане 82

стр. 46

Проблемы и перспективы развития казахстанского рынка ПИ

4.1 Определение проблем развития рынка прямых инвестиций в Казахстане 87
4.2 Потенциал и перспективы развития рынка ПИ 95

стр. 86

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Возможности и рекомендации по развитию рынка ПИ в Казахстане

стр. 98

Методология исследования

стр. 108

Глоссарий

стр. 112

Список сокращений

стр. 114

Приложения

стр. 116

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Резюме отчета

Международный опыт показывает, что прямые инвестиции (private equity, ПИ) играют важную роль в экономике как развитых, так и развивающихся рынков. Будучи пограничным (frontier) рынком, Казахстан нуждается в диверсификации структуры финансирования экономики с целью устойчивого развития.

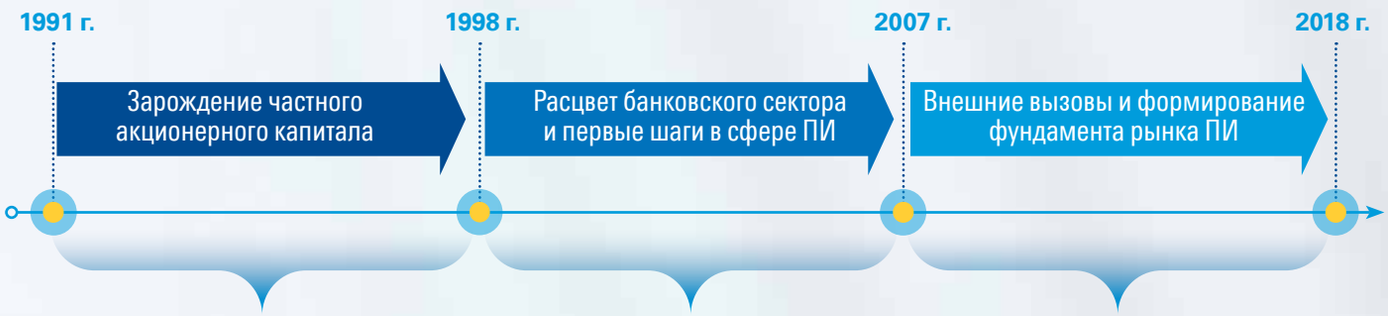
Кредитная экспансия до 2008 года, а также масштабные государственные программы, направленные на предоставление льготного заемного финансирования, создали условия, в которых направление профессиональных инвестиций в акционерный капитал осталось охвачено в меньшей степени.

Таким образом, в Казахстане на рынке прямых инвестиций наблюдается достаточно низкая активность, которая соответствует невысокому уровню зрелости рынка, что связано с влиянием множества внутренних и внешних факторов.

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Private equity в контексте эволюции экономического развития Казахстана

Историю развития казахстанских профессиональных частных инвестиций в акционерный капитал можно разделить на соответствующие этапы:



Данный этап стал сложным начальным периодом перехода к рыночной экономике, который, в первую очередь, начался с трансформации собственности – ее разгосударствления и дальнейшей приватизации.

За этот период стоимость нефти (Brent) увеличилась в 4 раза, ВВП Казахстана в долларах рос на 9% ежегодно. Банки осуществляли агрессивную кредитную экспансию, привлекая иностранные инвестиции. Некоторые казахстанские компании, относящиеся к крупным и известным предпринимателям, такие как Resmi, Visor, Centras, начали осуществлять деятельность по принципу классических фондов прямых инвестиций (далее – ФПИ), а в 2007 году, по поручению Президента Казахстана Н. Назарбаева, был создан фонд фондов прямых инвестиций Казына Капитал Менеджмент.

Данный период начался с мирового финансового кризиса, который значительно повлиял на экономику многих стран, включая Казахстан. Среди других событий, негативно повлиявших на казахстанскую экономику в последние 10 лет, следует отметить периоды волатильности цен на природные ресурсы (включая нефть и металлы), а также введение антироссийских санкций и последующую девальвацию рубля в 2014-2015 годах – тогда прирост реального ВВП Казахстана находился на рекордно низком уровне 1,1-1,2% в год. Эти вызовы оказали существенное влияние на инвестиционную привлекательность казахстанских активов для международных инвесторов, и, соответственно, на развитие рынка прямых инвестиций.

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Специфика рынка частного акционерного капитала в Казахстане: фандрейзинг через квазигосударственный сектор и большая роль семейных офисов

Рынок профессиональных частных инвестиций в акционерный капитал (private equity) формировался в период макроэкономической нестабильности – под действием множества внешних факторов. В результате преобразований первых двух этапов экономического развития страны, в Казахстане сформировалась определенная специфика инвестиций в private equity, которая отличается от классического подхода, принятого в международной практике:

— Важную роль на рынке акционерного капитала в Казахстане играют семейные офисы (family offices)/бизнес-конгломераты, занимающие ~50% общего благосостояния населения. Инвестиционные структуры при семейных офисах концентрируют свое внимание на управлении имеющимися активами, а при инвестировании ставят основную цель – генерирование прибыли, не имея отдельных стратегий по выходу из инвестиций. Однако результаты анализа показали, что 9 семейных офисов/бизнес-конгломератов имели схожую структуру с ФПИ, большинство из которых на сегодняшний день не осуществляют активной инвестиционной деятельности в Казахстане;

— В течение 10 лет основным драйвером ПИ в Казахстане выступал квазигосударственный фонд фондов Казына Капитал Менеджмент, при котором было создано 15 фондов совместно с международными инвесторами, такими как EBRD, ADB, IFC, CITIC и другими. Общая капитализация фондов с участием ККМ, по состоянию на 1 мая 2019 года, составляет ~2,6 млрд долларов, причем обязательства ККМ составляют ~580 млн долларов, или 22% от этой суммы. В 2019 году ККМ запустил Программу льготного финансирования в капитал для поддержки широкого круга предприятий;

— Транзакции осуществляли 27 классических ФПИ, 15 из которых имели фондирование от квазигосударственных институтов развития, 4 были созданы независимыми[1] местными компаниями, а остальные 8 являлись частными международными фондами, имевшими точечный характер инвестиций в казахстанские активы;

— Управляющие фондами были преимущественно представлены международными управляющими компаниями (general partners, GP) – из 27 фондов под управлением местных GP находилось всего 9 фондов;

— Основными источниками фондирования для казахстанских классических ФПИ являются квазигосударственные институты, такие как ККМ и КазАгро, международные финансовые институты (EBRD, IFC, CDC и др.) и, в меньшей степени, высокообеспеченные частные лица (family offices)/бизнес-конгломераты, но не институциональные инвесторы (пенсионные фонды, страховые компании);

— Сегодня активную инвестиционную деятельность в Казахстане осуществляют всего 9 инвестиционных компаний, работающих по принципу классических ФПИ: 7 квазигосударственных и 2 независимых частных ФПИ. Фокус классических ФПИ в Казахстане направлен на инвестиции от 1-5 млн долларов. Общая капитализация 9 таких фондов составляет ~575,6 млн долларов, из которых 91% – капитализация 7 фондов, финансируемых квазигосударственными институтами.

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Динамика объемов сделок M&A и прямых инвестиций[2]

В период с 2008 года объемы M&A сделок и прямых инвестиций (ПИ) коррелировали с экономическими изменениями в стране. Во время мирового финансового кризиса с 2008 по 2010 гг. объем рынка M&A снизился с 8 до 2,3 млрд долларов (в среднем, -46% ежегодно), количество сделок уменьшилось с 75 до 46 (-39%). С 2010 по 2013 гг. экономика восстанавливалась – среднегодовой прирост номинального ВВП в долларах составил +17%, при этом прирост объемов сделок M&A составил 63% ежегодно. Объем сделок M&A вырос в ~4 раза, а их количество увеличилось в ~2 раза. Период с 2014 по 2018 гг. характеризовался высокой волатильностью цен на природные ресурсы, а в связи с переходом к плавающему курсу и девальвацией национальной валюты среднегодовой темп снижения (CAGR) рынка M&A оказался равным -22%.

Основные наблюдения о рынке ПИ в Казахстане за период 2008–2018 гг.:

- Среднегодовой объем инвестиций в ПИ в последние 10 лет оказался равным ~160 млн долларов, что составляет ~3,7% от объемов сделок M&A или ~0,07% от ВВП. В среднем ежегодно осуществляется ~9 прямых инвестиций (private equity);
- По показателям ПИ/M&A и ПИ/ВВП Казахстан отстает от Малайзии, России, Бразилии, Индонезии и Азиатско-Тихоокеанского региона в 2–2,7 раза. Таким образом, казахстанский рынок ПИ является недостаточно насыщенным и имеет определенный потенциал роста до 320–430 млн долларов ежегодного объема;
- Наблюдая за отраслевыми приоритетами ФПИ, можно выделить широкую отраслевую специфику и фрагментированность инвестиций. Из года в год стабильную долю занимали сделки в финансовом, нефтегазовом, энергетическом секторах, ГМК и производстве.

Выходы из казахстанских активов и успешные инвестиции

61 сделка ▶▶ 6,4 млрд долларов

За прошедшие 10 лет была зафиксирована ~61 сделка по выходам из казахстанских активов на общую сумму ~6,4 млрд долларов. При этом суммы известны лишь для 70% этих сделок, причем средний объем равен 155,4 млн долларов, а медиана – 4,9 млн долларов, что говорит о наличии точечных мегасделок.

Особенно интересными в период 2012–2015 гг. были сделки Verny Capital, TPG Capital, Ordabasy. Относительно высокой активность на рынке была и в 2018 году – фонды KKM осуществили 6 выходов, а ближе к концу 2018 года Verny Capital продал часть своей доли (35%) в золотодобывающей компании RG Gold американскому ФПИ Resources Capital Fund.

[1] *См. Методология к отчету*

[2] *См. Методология к отчету. Отдельные термины приведены на странице 2*

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

5 ключевых проблем рынка

По результатам проведенного анализа, а также интервью с экспертами были выявлены проблемы развития ПИ в Казахстане, которые сгруппированы по 5 категориям:

Таким образом, на текущий момент в Казахстане наблюдаются тенденции, которые свидетельствуют, что казахстанский рынок ПИ все еще является недостаточно зрелым:

— Наблюдается **недостаток качественных проектов**, способных обеспечить желаемую доходность, соответствующую имеющимся рискам;

— **Ограничены возможности для выхода** из проектов;

— **Фондирование** местных классических ФПИ осуществляется преимущественно через квазигосударственные институты.

Перспективы развития private equity: есть ли свет в конце тоннеля?

Согласно проведенному опросу, большинство респондентов полагают, что в ближайшие пять лет на казахстанском рынке ПИ не будет значительных изменений, 15% экспертов прогнозируют сокращение рынка. Нейтральный настрой позволяет сделать вывод, что для развития рынка ПИ необходимы масштабные реформы и мероприятия по улучшению инвестиционного климата, однако предсказать вероятность и сроки проведения этих реформ участники опроса затрудняются.

При этом, Казахстан на фоне других рынков с переходной экономикой выглядит достаточно привлекательным. При надлежащем развитии инфраструктуры ПИ в стране, включая законодательную базу, увеличение глубины финансовых рынков и наращивании профессиональных компетенций участников рынка, Казахстан сможет не только обеспечить стабильный приток инвестиций, но и создаст предпосылки для устойчивого развития экономики в ближайшие годы.

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Возможности и рекомендации: как найти иголку в микростоге сена и не уколоться?

Развитие private equity и венчурного капитала требует комплексного подхода, в то же время, возможности и рекомендации по стимулированию роста частных инвестиций в акционерный капитал в Казахстане можно разделить на несколько категорий:

Развитие инфраструктуры рынка ПИ:

улучшение мер по защите прав миноритарных акционеров, внесение изменений и дополнений в нормативные правовые акты, совершенствование налогообложения и судебной практики;

Стимулирование активности на рынке капиталов:

развитие торговых площадок по привлечению инвесторов, передача некоторой части пенсионных активов независимым управляющим;

Потенциальные точки роста экономики:

развитие экспорта, малого и среднего бизнеса, а также инвестиции в стрессовые активы;

Популяризация инструмента private equity:

развитие Ассоциации прямого инвестирования, объединяющей профессиональных участников рынка, разработка комплексной стратегии продвижения и популяризации инструмента инвестирования в акционерный капитал.

© 2019 ТОО «KPMG Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

1 Экономика Казахстана за последние 10 лет

1.1 Макроэкономический обзор

1.2 Распределение капитала

1.3 Источники финансирования бизнеса

1.4 Казахстан в рейтингах

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

1.1 МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ ОБЗОР

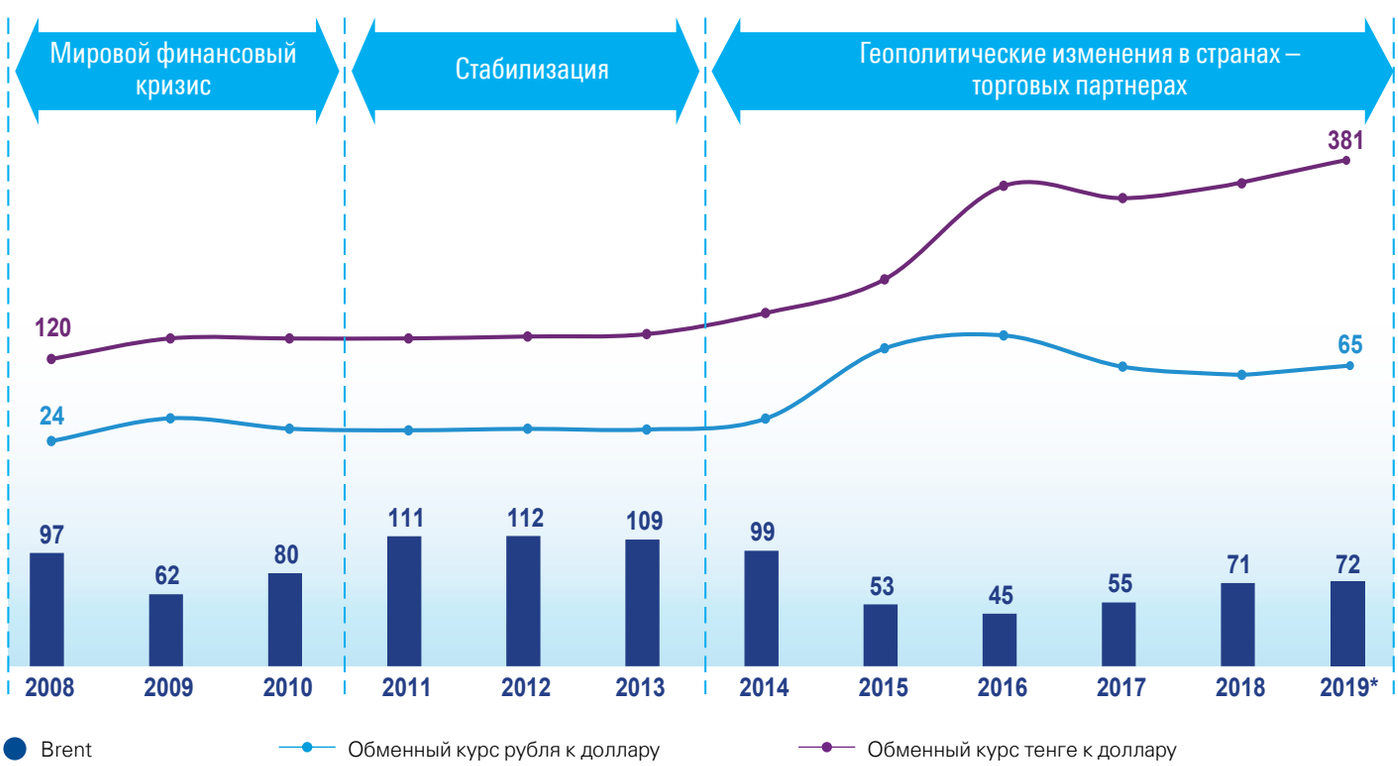
Глобальные вызовы последнего десятилетия изменили структуру мировой экономики.

За прошедшие 10 лет можно выделить два ключевых события на глобальном рынке, повлиявших на экономику многих стран, включая Казахстан: мировой финансовый кризис 2008-го года и геополитические изменения, включая введение антироссийских санкций с 2014 года.

Следует отметить, что эти события сопровождались волатильностью цен на природные ресурсы: например, за 2008 год цена нефти (Brent) снизилась почти в три раза, на металлы – вдвое, что привело к корректировкам стоимости национальных валют в странах, зависимых от экспорта сырьевой продукции, таких как Россия и Казахстан.

Кроме зависимости от мировых цен на сырьевые ресурсы, устойчивость курса тенге в Казахстане в значительной степени зависит от стабильности курсов валют в странах торговых партнерах. Так, ослабление курса российского рубля стало одним из факторов, повлиявших на обесценение тенге в 2014-2015 гг., которое было осуществлено регулятором для поддержки конкурентоспособности казахстанской продукции и сохранения золотовалютных резервов.

Рисунок 1. Динамика обменного курса тенге и рубля к доллару и стоимости нефти[3]

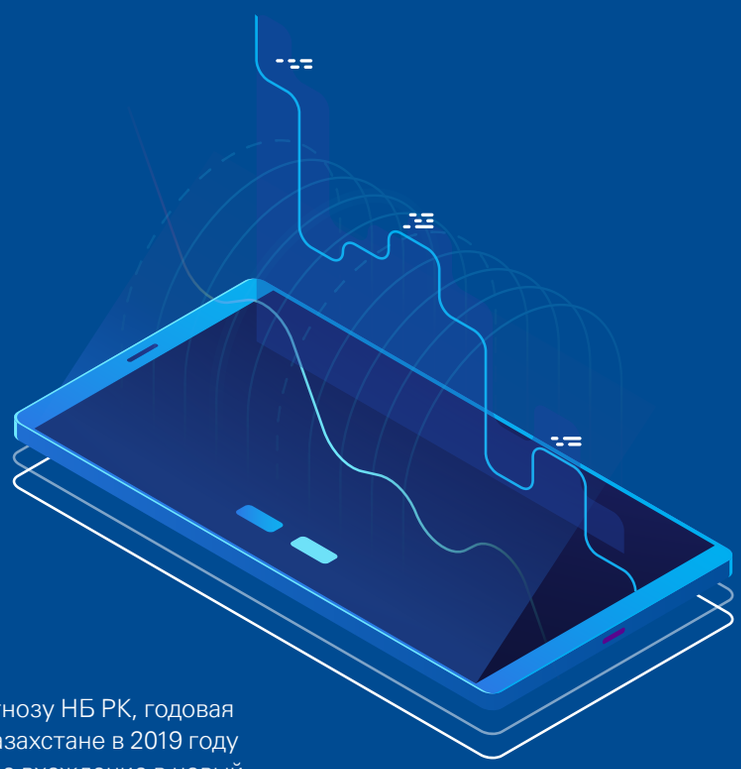


*Примечание: * по состоянию на 1 мая 2019 г.*

[3] *НБ РК, Центральный банк РФ, Всемирный Банк*

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

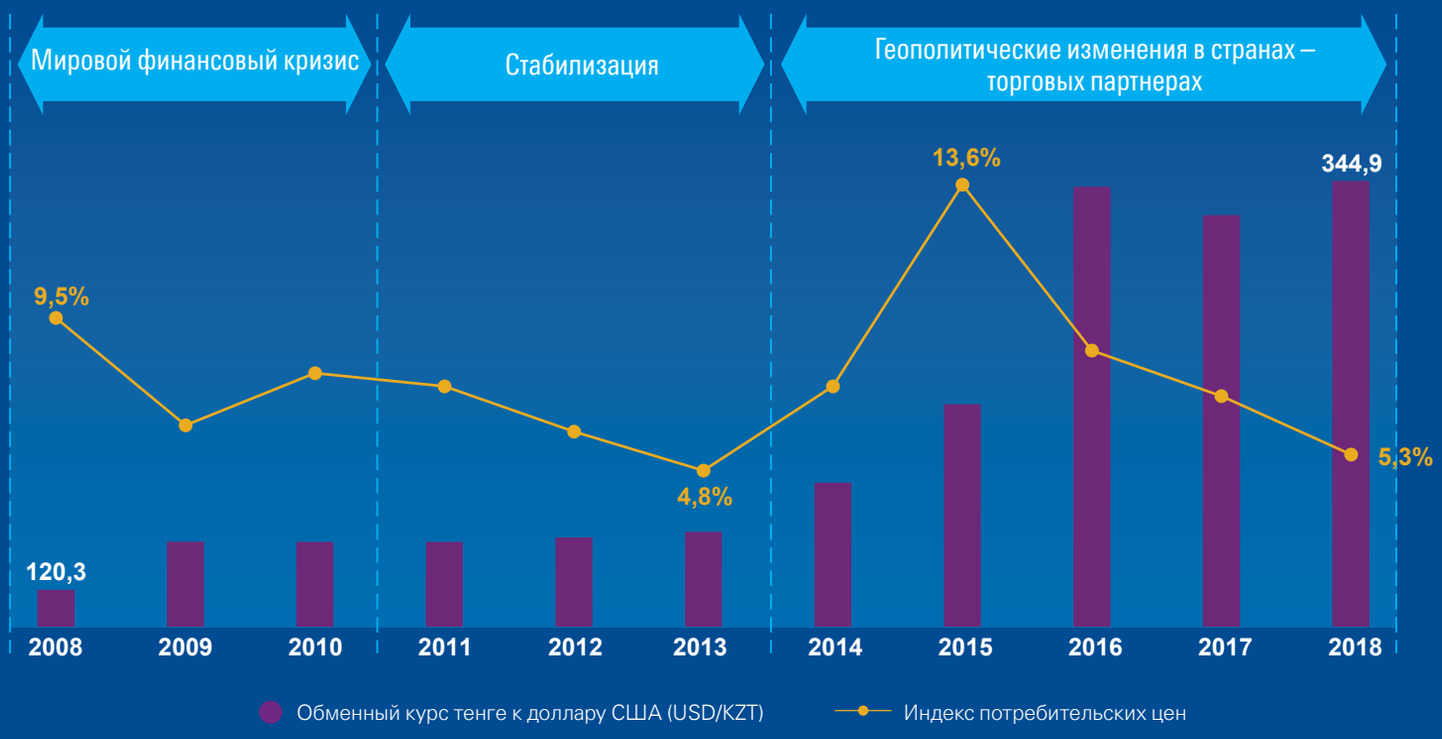
Падение тенге и высокая инфляция были обусловлены волатильностью цен на сырьевые экспортные товары и девальвацией российского рубля.



Изменение курса национальной валюты привело к высокому уровню инфляции в стране. За последние 10 лет среднегодовой уровень инфляции в Казахстане показывал значительные колебания в диапазоне от 4,8% (в 2013 году) до 13,6% (в 2015 году).

Согласно прогнозу НБ РК, годовая инфляция в Казахстане в 2019 году начнет плавное вхождение в новый целевой коридор – 4–6%, находясь около его верхней границы.

Рисунок 2. Динамика инфляции и обменного курса тенге к доллару[4]



© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

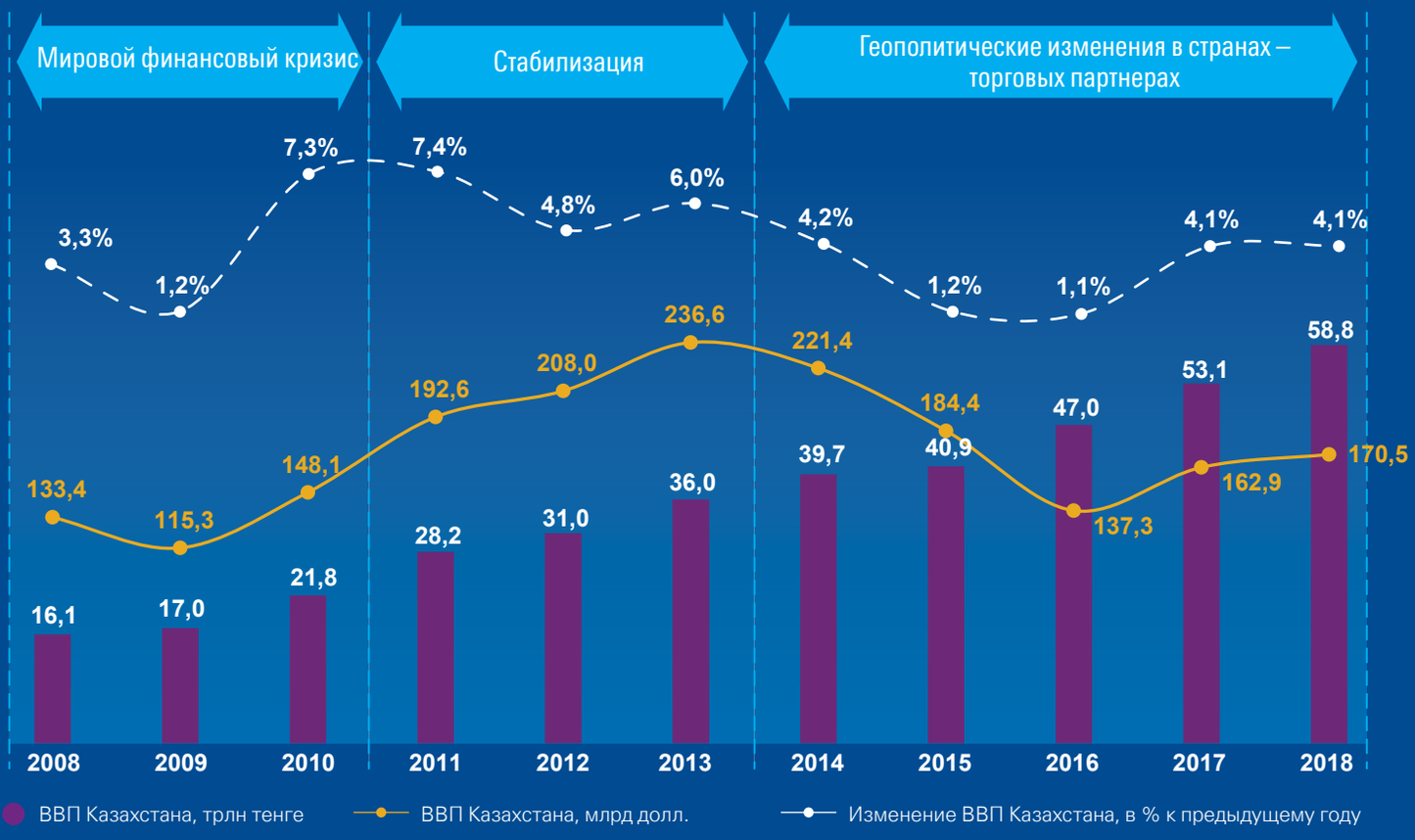
Реальный рост ВВП оставался позитивным, но колебался под влиянием внешних факторов, отражая сырьевую зависимость.

Предшествующий спаду рост экономики Казахстана до 2013 года в большей степени объясняется высокими ценами на нефть. Развитие горнодобывающей отрасли и высокие цены на сырьевые товары внесли вклад в рост государственных доходов и расходов, а также объемов внутреннего потребления в стране. Затем, в период с 2014 по 2016 гг. произошло замедление роста экономики Казахстана. Реальный рост валового внутреннего продукта (ВВП) в период с 2013 по 2016 гг. снизился с 6% до 1,1%.

Экономический рост возобновился в 2017 году за счет восстановления внутреннего спроса, который поддерживался привлечением новых инвестиций, расширением производства в торгуемых секторах и сбалансированным ростом практически во всех отраслях экономики. Если рассматривать внешние факторы, позитивно повлиявшие на экономику, то можно отметить восстановление цен на нефть и металлы на мировых рынках и улучшение экономической ситуации у основных торговых партнеров Казахстана: стран Европейского союза, России и Китая.

Динамика роста экономики сохранилась и в 2018 году: по предварительным оценкам Всемирного Банка, ВВП за последний год вырос в реальном выражении на 4,1%.

Рисунок 3. Динамика ВВП в долларах и тенге, изменение реального ВВП в %[5]



Примечание: приведены показатели номинального ВВП и изменение реального ВВП

[4] *НБ РК*

[5] *Комитет по статистике МНЭ РК*

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

В Казахстане, в силу низкой плотности населения и его покупательской способности, наблюдаются невысокие объемы внутреннего потребления – рынок в объемах является относительно мелким. Так, средний объем потребительских расходов за 10 лет в Казахстане составил 84 млрд долларов, в то время как в Малайзии этот показатель был равен 152 млрд долларов, в Южной Африке – 209 млрд долларов. В таких странах, как Турция, Россия и Бразилия объемы потребительских расходов в среднем находились на уровне 505, 913, 1304 млрд долларов соответственно.

При небольших абсолютных объемах рост потребительских расходов также оказался незначительным.

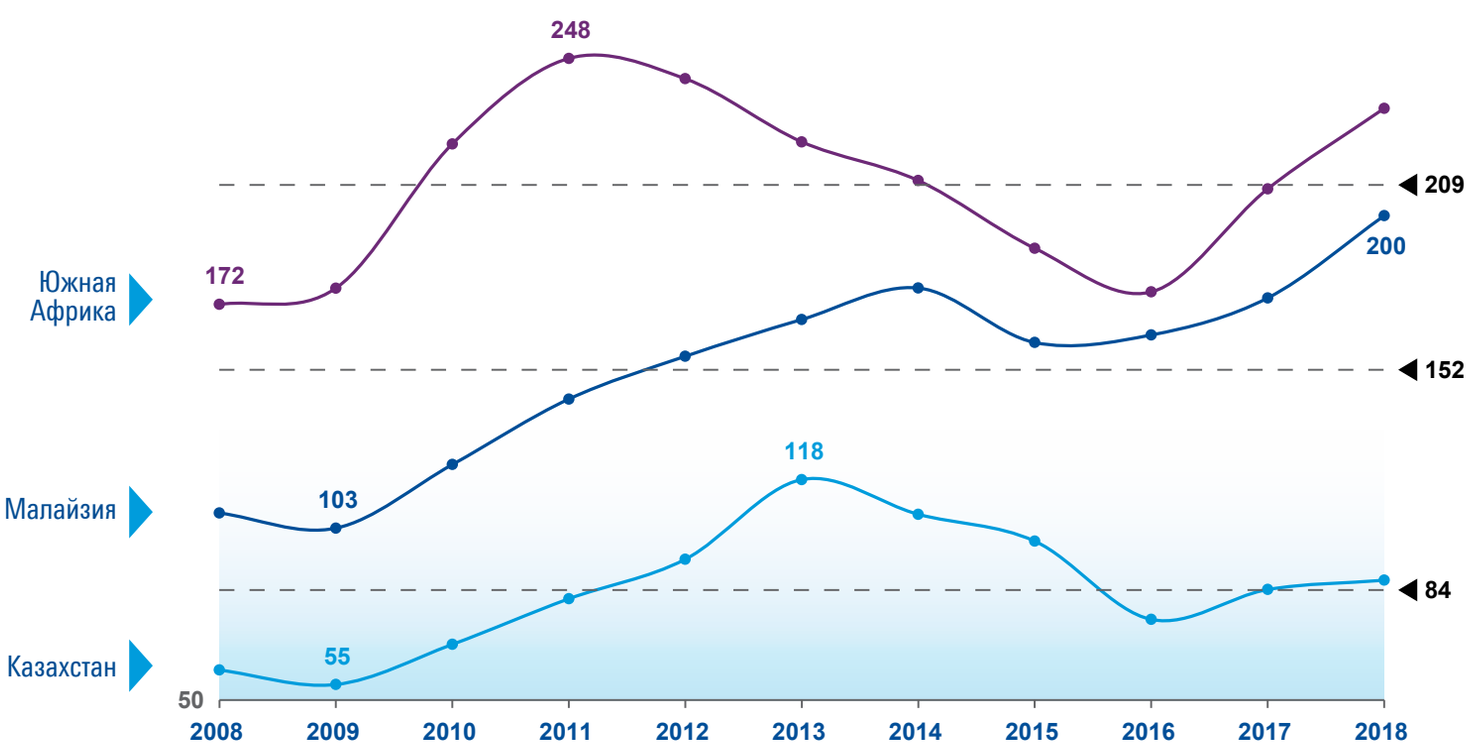
Среднегодовой темп роста объемов потребительских расходов в Казахстане составил 5%, с прогнозом роста на уровне 4% до 2023 года[6].

Таким образом можно сделать вывод о том, что внутренний рынок Казахстана является недостаточно крупным относительно других развивающихся стран.

[6] *Economist Intelligence Unit (EIU)*

[7] *Economist Intelligence Unit (EIU)*

Рисунок 4. Динамика объемов потребительских расходов, млрд долларов[7]



Примечание: Потребительские расходы включают в себя продовольственные и непродовольственные товары, платные услуги, административные расходы на страхование жизни и пенсионные накопления

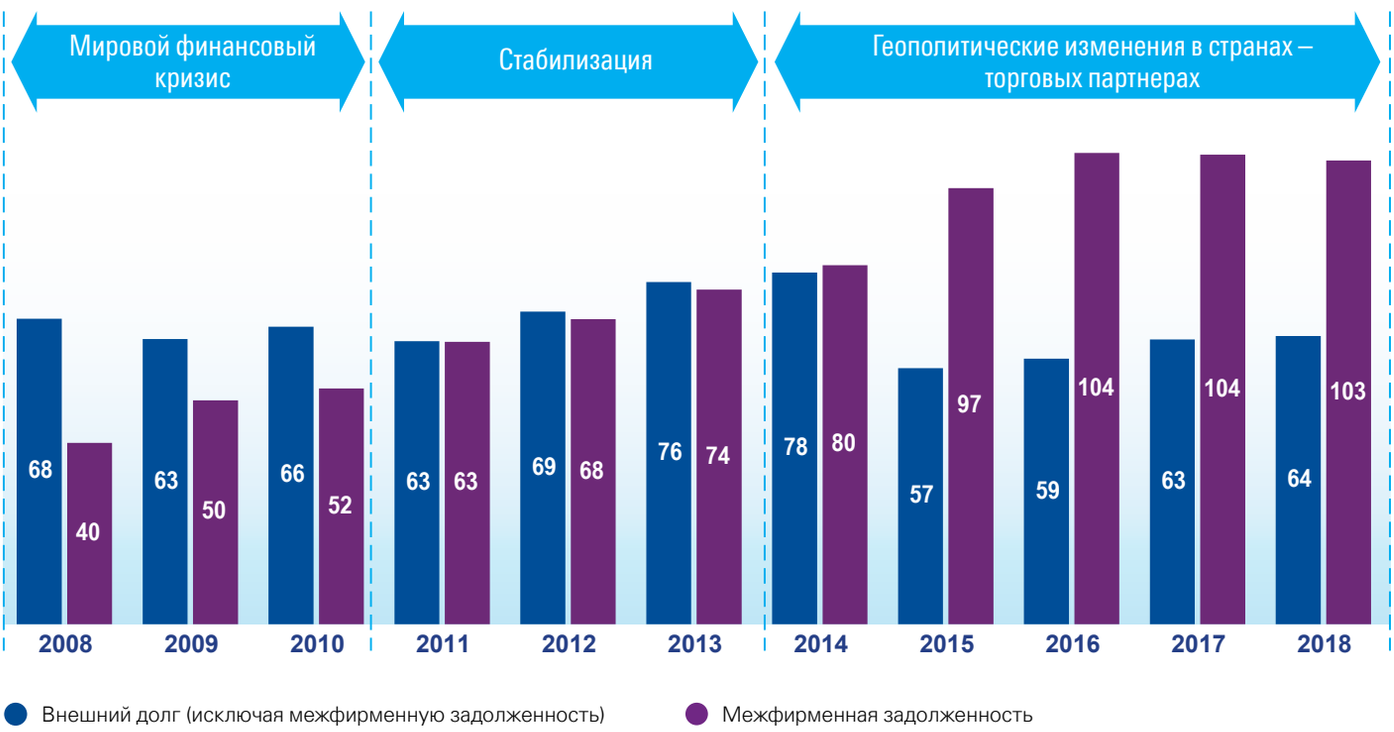
© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

От внешнего долга банков к межфирменной задолженности.

Объем совокупного внешнего долга за исследуемый период стабильно увеличивается.

Основной причиной роста является увеличение межфирменной задолженности, которая связана с реализацией нефтегазовых проектов филиалами иностранных компаний и ростом задолженности перед прямыми инвесторами по невыплаченным дивидендам и вознаграждениям по займам.

Рисунок 5. Динамика внешнего долга и межфирменной задолженности, млрд долларов[8]



[8] НБ РК

Примечание: к межфирменной задолженности относятся все прямые иностранные инвестиции в Республику Казахстан, за исключением покупки акций, взносов в уставный капитал неакционерных предприятий и реинвестированной прибыли, а также обязательства казахстанских предприятий перед своими зарубежными филиалами, дочерними и ассоциированными предприятиями

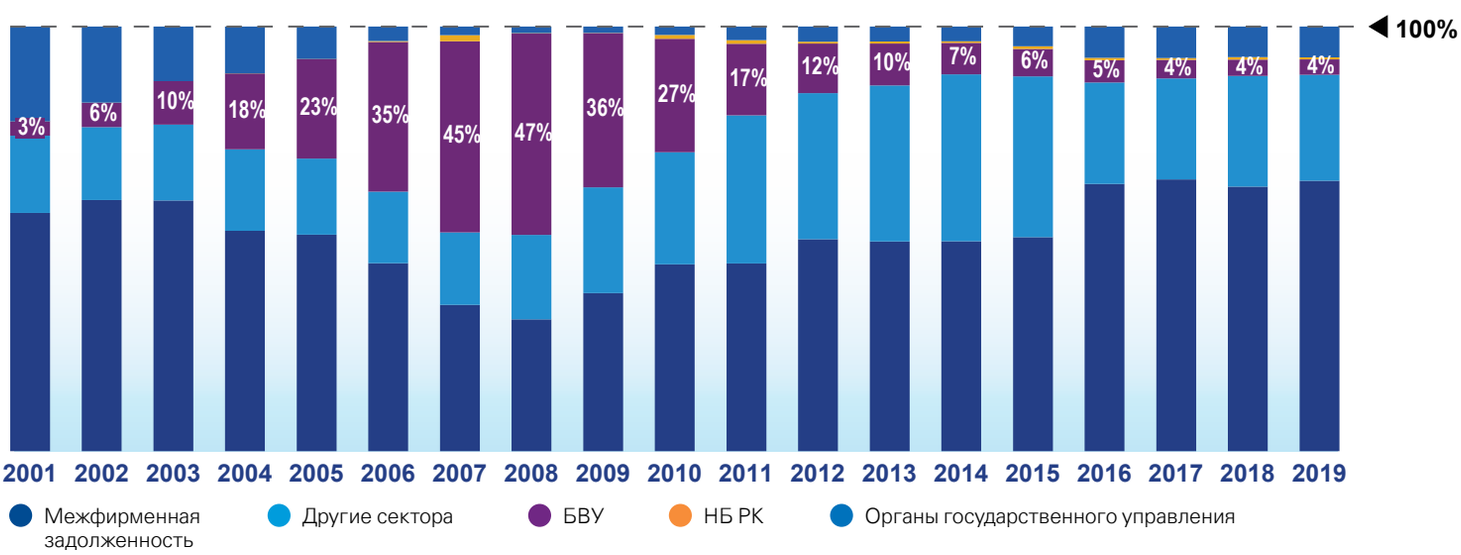
© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Если рассмотреть структуру внешнего долга более детально, то можно заметить, что с 2008 года началось постепенное снижение задолженности банков второго уровня, что связано с наступлением мирового финансового кризиса. Так, если в 2008 году совокупные долги банков Казахстана составляли 47% от внешнего долга, то в 2018 году этот показатель оказался равным 4%. Снижение банковского долга было достигнуто за счет реструктуризации и погашения задолженности с помощью мер государственной поддержки.

В структуре прямых иностранных инвестиций стабильно преобладала доля долговых инструментов.

Прямые иностранные инвестиции (ПИИ) менее подвержены внезапным оттокам нежели другие виды инвестиций. Таким образом, приток ПИИ является важной составляющей устойчивого роста экономики. Наблюдая за динамикой притока прямых иностранных инвестиций в Казахстан, можно заметить, что с 2005 года их объем увеличился на 169%, имея среднегодовой темп роста, равный 39%. В целом, в течение последних 10 лет объем ПИИ находился на уровне, равном 22,5 млрд долларов ежегодно, увеличившись на 14% – с 21,3 млрд долларов в 2008 году до 24,3 в 2018 году. Доля ПИИ к ВВП составляла в среднем 13% ежегодно, тогда как в странах с переходной экономикой данный показатель был на уровне 20%[10].

Рисунок 6. Структура внешнего долга в динамике[9]



Несмотря на кризис 2008 года, приток ПИИ продолжал расти, но значительно меньшими темпами – среднегодовой рост до 2012 года составлял 8% - в тот год был достигнут максимум за период 2008-2018 гг. равный 28,9 млрд долларов. Снижение притока ПИИ началось уже в 2013 году, а к 2015 году их объем достиг рекордно низкого за период значения – 15,4 млрд долларов. Подобные колебания были связаны с рядом внешних и внутренних факторов, описанных ранее, – волатильность цен на природные ресурсы, девальвация национальной валюты, а также геополитические изменения в регионе.

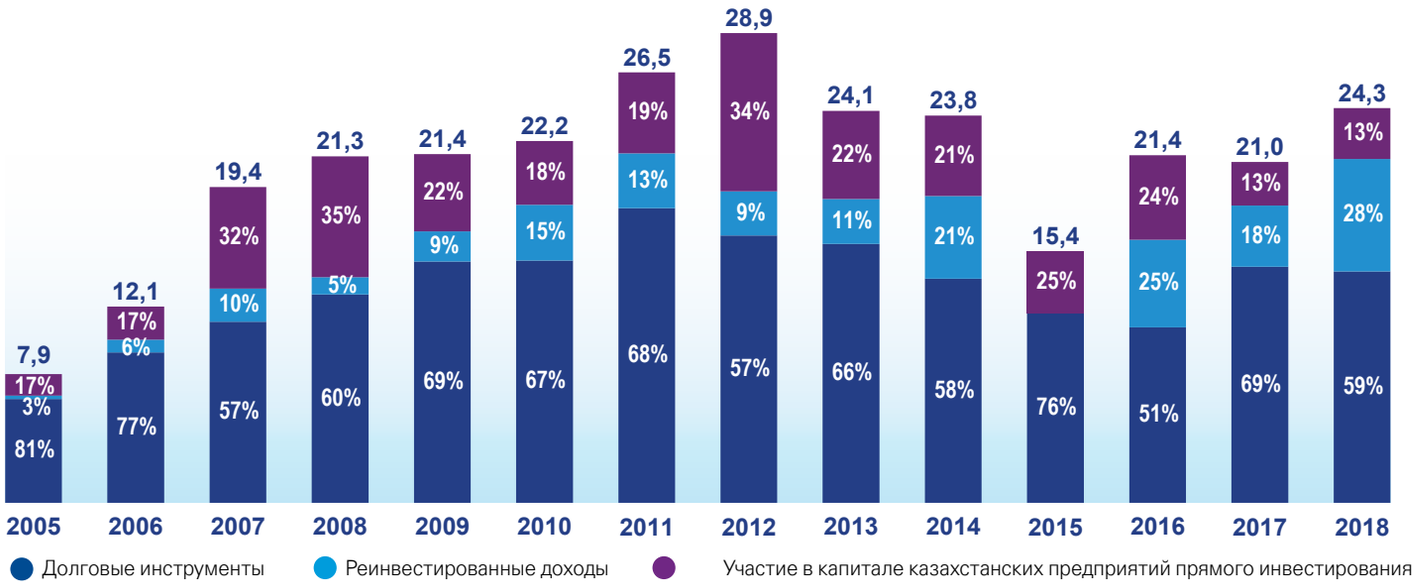
Доля долговых инструментов в ПИИ находилась на стабильно высоком уровне, в то время как доля инвестиций в капитал казахстанских компаний в 2017 и 2018 гг. снизилась почти в 2 раза по сравнению с предыдущими годами. Основными реципиентами ПИИ в Казахстане являются сервисные сектора, связанные нефтегазовым сектором и металлургией.

[9] НБ РК

[10] «Восстановить равновесие в финансах», доклад EBRD о переходном процессе за 2015–2016 гг.

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Рисунок 7. Динамика прямых иностранных инвестиций, млрд долларов[11]



[11] НБ РК

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

1.2 РАСПРЕДЕЛЕНИЕ КАПИТАЛА

В Казахстане все еще наблюдается высокая доля государства в экономике. К 2020 году планируется снижение показателя до уровня стран ОЭСР.

Для Казахстана, как и для многих стран постсоветского пространства, все еще характерна неравномерность в распределении капитала между государственным и частным секторами.

Все данные по доле госсектора в экономике являются оценочными, официальная статистика не ведется. Как отмечают эксперты, порядка 60% ВВП страны приходятся на активы, находящиеся в собственности государства и квазигосударственных структур.

Стоит отметить, что высокая доля концентрации государства в экономике приводит к проблемам во многих секторах, в частности в финансовом – крупнейшие государственные компании получают финансирование от государства или квазигосударственного сектора не на рыночных условиях, что ограничивает деятельность частных банков второго уровня.

Необходимость значительных инвестиций во многие предприятия стала движущей силой Правительственной программы приватизации. Согласно комплексному плану приватизации, доля госсектора к 2020 году в Казахстане должна быть сокращена еще на 15%[12] до уровня стран ОЭСР.

[12] *Целевые показатели. «Комплексный план приватизации 2016–2020 гг.»*

© 2019 ТОО «KPMG Казахстан». Все права защищены.

В частном сегменте важную роль играет ограниченный круг высокообеспеченных частных лиц.

С переходом на рыночную экономику, и сопутствующими ей форсированными процессами разгосударствления, за 27 лет активы в стране распределились недостаточно равномерно.

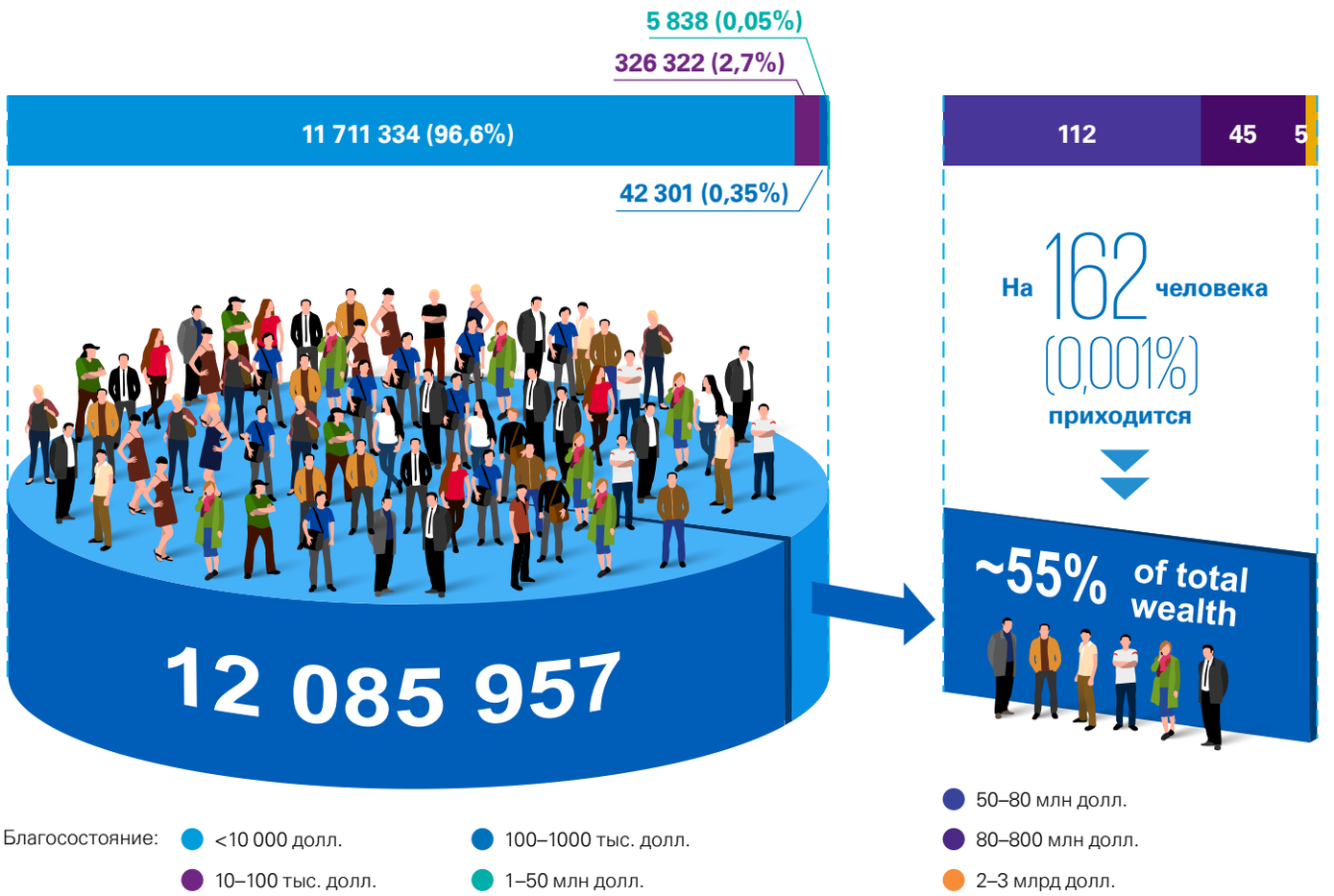
Распределение капитала, показанное на рисунке 8, отражает структуру экономики Казахстана, где большую долю занимают **высокообеспеченные частные лица** и принадлежащие им компании, которые называют бизнес-конгломератами/семейными офисами. Так, по данным Credit Suisse, на 50 богатейших бизнесменов Казахстана приходится 42% общего благосостояния взрослого населения, или 16% от номинального ВВП. Как видно из графика, в Казахстане всего 0,001% населения, или 162 человека, имеют состояние свыше 50 млн долларов, которое в совокупности составляет **~50% общего благосостояния населения[13].**

Взрослое население с состоянием от 10 тыс. до 1 млн долларов составляет в Казахстане порядка 3%, тогда как среднее значение в Украине и Беларуси равно 1%, по странам Индонезии, Турции, России, Бразилии – 20%, по Азиатско-Тихоокеанскому региону – 26%, по миру – 35%, в развитых странах, таких как США и Великобритания – 71%. Можно заметить, что неравномерность в распределении капитала наблюдается в ряде стран постсоветского пространства, что связано со многими факторами, включающими относительно короткой период существования частной собственности.

[13] Данные Credit Suisse Research Institute: «Global Wealth Report 2018», Forbes, анализ KPMG

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Рисунок 8. Взрослое население Казахстана в 2018 году в разбивке по размеру благосостояния, (количество человек)[14]



[14] *Данные Credit Suisse Research Institute: «Global Wealth Report 2018», Forbes, анализ KPMG*

В сложившейся ситуации в Казахстане наблюдается низкая доля среднего класса среди населения, что приводит к ограничениям в экономике с точки зрения потенциала внутреннего потребления, конкуренции и ликвидности на фондовом рынке. Правительство страны принимает меры по изменению положения дел, в частности, активно поддерживая развитие малого и среднего бизнеса (МСБ), а также осуществляя программу «Народного IPO».

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

1.3 ИСТОЧНИКИ ФИНАНСИРОВАНИЯ БИЗНЕСА

Структура финансирования бизнеса

В результате проведенного опроса бизнес-сообщества[15] выяснилось, что банковское кредитование является наиболее предпочтительным источником финансирования.

Пополнение капитала собственными силами или за счет поиска на рынке новых партнеров (акционеров) являются следующими по популярности способами финансирования бизнеса в стране. Наименьшую популярность среди респондентов имеют выпуск и размещение долговых ценных бумаг и акций на бирже.

Рисунок 9. Коэффиценты предпочтения бизнес-сообщества по источникам финансирования[16]

Примечание: Показатели являются коэффициентами предпочтительности, выведенные методом шкалирования, где - 100 - максимум, 1- минимум

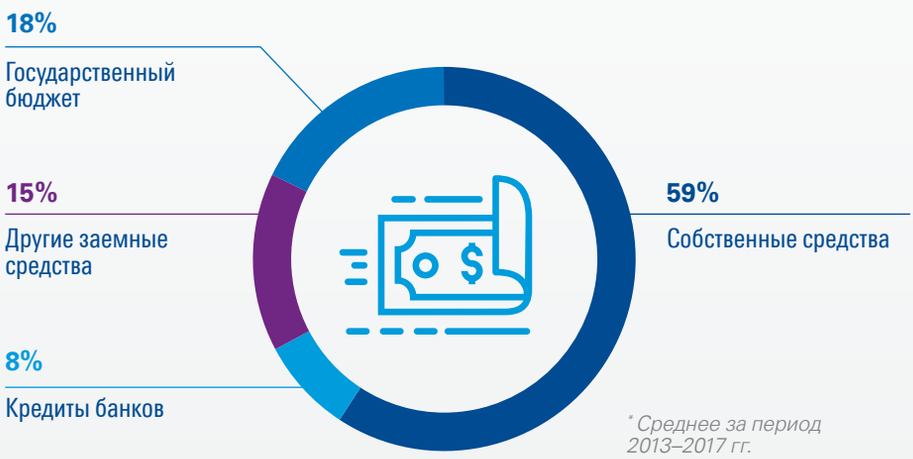
[15] *В опросе бизнес-сообщества Казахстана по рынку ПИ приняло участие более 100 респондентов. (См. методологию)*

[16] *Результаты опроса бизнес-сообщества Казахстана по рынку ПИ*

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Однако из рисунка 10 видно, что кредиты банков в структуре инвестиций в основной капитал имеют наименьшую долю - 8%, поскольку бизнес преимущественно привлекает заемные средства от банков второго уровня (БВУ) на пополнение оборотных средств.

Рисунок 10. Источники финансирования инвестиций в основной капитал*[17]



*Среднее за период 2013–2017 гг.

Состояние банковского сектора

Наблюдается тенденция снижения роли банковского кредитования в экономике.

За последние 10 лет роль банковского сектора в финансировании роста экономики Казахстана постепенно сокращалась. В 2018 году доля банковского кредитования от ВВП составила 21%, тогда как в 2008 году данный показатель был равен 46%. По сравнению с развитыми странами это считается низким уровнем, например, на конец 2016 года в России этот показатель составил 48%, в Сингапуре 150% и в Германии 182%. Стоит отметить, что займы МСБ на начало 2019 года составляют 33,2% от ссудного портфеля банков (на начало 2018 года – 34,3%), уменьшение с начала 2018 года составило 2,1%. Рост кредитного портфеля в последние годы преимущественно происходил за счет сегмента потребительского кредитования.

В посткризисный период во многих странах отмечалось снижение объемов банковского кредитования, которое было связано со многими факторами, один из которых – увеличение кредитных рисков и ухудшение качества кредитных портфелей.

[17] Комитет по статистике МНЭ РК

К основным причинам резкого снижения объема в 2008–2010 гг. можно отнести:

1. реструктуризацию активов, проводимую банками, и списание с баланса неработающих займов
2. возникновение у банков трудностей по рефинансированию внешних заимствований
3. консервативную кредитную политику банков в части принятия кредитного риска на фоне неопределенности экономических ожиданий
4. замедление темпов роста ВВП в стране
5. снижение доходов населения
6. неплатежеспособность по кредитам со стороны реального сектора экономики и населения
7. высокий уровень некачественных кредитов в портфеле банков

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

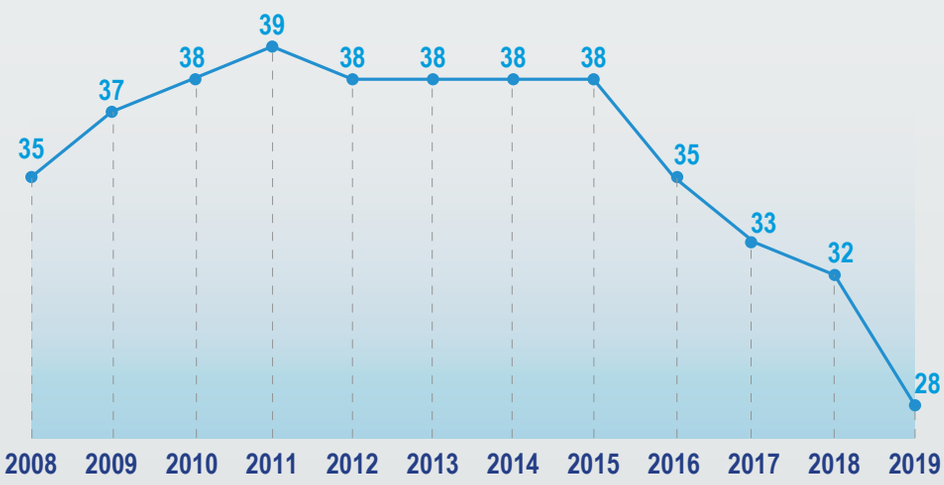
Рисунок 11. Кредиты БВУ на конец периода в % к ВВП [18]

В течение 10 лет происходил процесс укрупнения и оздоровления банковского сектора.

С наступлением мирового финансового кризиса доступ к внешнему фондированию для казахстанских банков имел ограниченный характер. Более того, низкое качество кредитных портфелей банков привело к критической ситуации с платежеспособностью, ряд казахстанских финансовых институтов допустил дефолты по обязательствам (БТА банк, Темирбанк, Альянс Банк и др.).

Несмотря на это, в 2008–2011 гг. количество банков второго уровня увеличилось с 35 до 39. Однако, начиная с 2011 года по настоящее время количество банков стабильно сокращается. Были отозваны лицензии и ликвидированы/находятся в процессе ликвидации ряд банков: в 2011 году - Кредит Алтын Банк, в 2018 году – Казинвестбанк, Банк Астаны, Эксимбанк, Qazaq Bank и Delta Bank. Произошло несколько крупных слияний банков, например, в 2014 году слияние Qazkom и БТА банка; слияние Темирбанк с Альянс банком и Fortebank. В 2018 году основными событиями в банковском секторе Казахстана стали доначисление провизий и списание ранее скрытых проблемных кредитов, слияние банков Qazkom и Народный банк, а также оказание помощи Цеснабанку[19]. Таким образом, к 1 января 2019 года в Казахстане было зарегистрировано 28 банков, 14 из них – с иностранным участием, в том числе 12 дочерних банков. На 5 крупнейших банков приходится 64% совокупных активов банков.

Рисунок 12. Количество банков в Казахстане[20]



[18] НБ РК, Комитет по статистике МНЭ РК

[19] В феврале 2019 года Цеснабанк был выкуплен инвестиционной группой First Heartland Securities и далее объединен с First Heartland Bank Новое название объединенного банка – Jysan Bank (Жусан Банк)

[20] НБ РК

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

В результате реализации программы по оздоровлению банковской системы значительно снизился уровень проблемных кредитов в экономике.

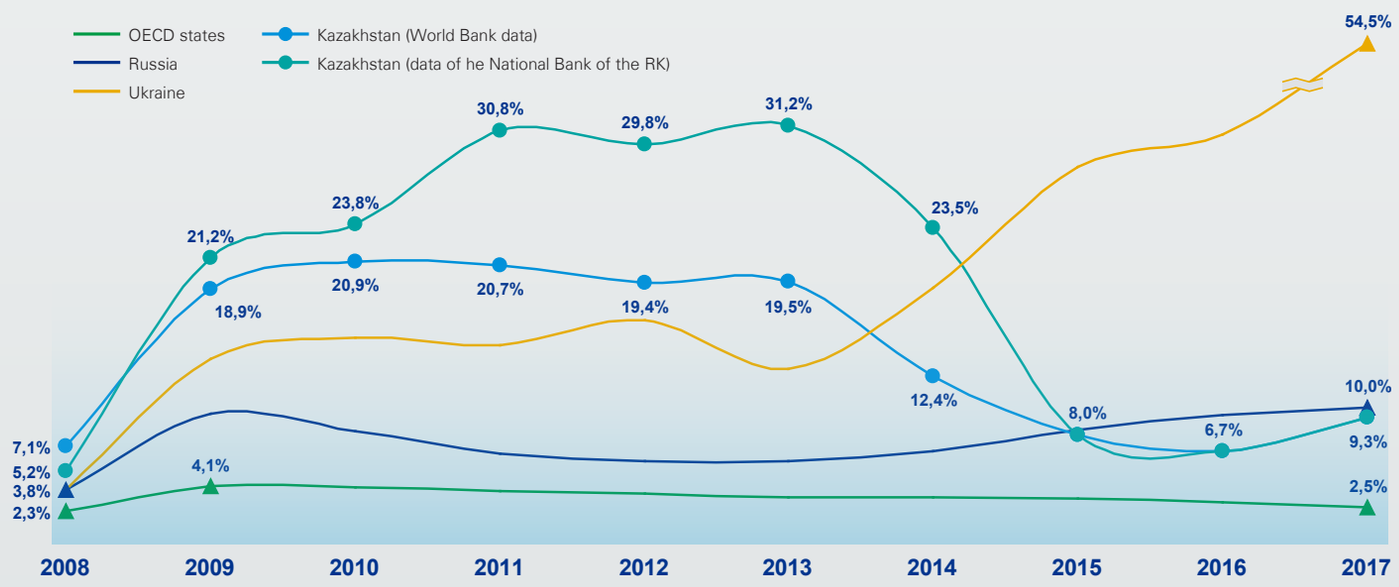
Динамика уровня неработающих займов[21] (NPL) в Казахстане с 2008 года отражает агрессивную кредитную экспансию с 2000-х годов, когда коммерческие банки имели широкий доступ к фондированию, а стандарты оценки надежности заемщиков были ослаблены. По данным НБ РК, исторически показатель NPL достигал максимальных значений в период с 2012 по 2015 гг. и составлял около 30%, по состоянию на начало 2019 года проблемные займы составляют 7,4% от ссудного портфеля. Сокращение просроченных кредитов является результатом ряда мер, предпринятых коммерческими банками в рамках Концепции развития финансового сектора Казахстана до 2030 года по снижению уровня проблемных займов. Также, в 2012 году Правительство Республики Казахстан создало Фонд проблемных кредитов, основной деятельностью которого является выкуп проблемных кредитов банков второго уровня и управление выкупленными активами. Ключевыми действиями Фонда являются: принятие обязательств Банка Астаны перед Astana LRT в размере 257,6 млн долларов, размещение целевых вкладов в БВУ по программе рефинансирования ипотечных жилищных/ипотечных займов на сумму 126,4 млрд тенге, обусловленное финансирование банка Qazkom в размере 250 млрд тенге, приобретение у Цеснабанка портфеля сельскохозяйственных кредитов на сумму 604 млрд тенге, выкуп активов БТА банка за 2,6 трлн тенге.

В то же время, по сравнению с показателями развитых стран уровень NPL в Казахстане остается высоким (Рисунок 13). Аналогичная ситуация наблюдается и в Украине – там доля невозвратных кредитов занимала в среднем ~21% от ссудного портфеля в последние 10 лет, а уже в 2017 году значение достигло рекордные 54,5%. В странах ОЭСР таких высоких уровней NPL не наблюдалось – максимум был достигнут в 2009 году после кризиса и составил 4,1%, при этом, среднее значение с 2008 года находилось на уровне ~3,3%. В России показатель за исследуемый период не превышал ~10%.

Предполагается, что меры поддержки и реструктуризация банков, очистка их баланса от проблемных кредитов должны привести к восстановлению кредитования экономики и снижению ставок вознаграждения по кредитам для корпоративного сегмента.

Следует отметить, что снижение доли сомнительных и безнадежных активов на балансах банков второго уровня является частичным решением проблемы – накопленные объемы стрессовых активов перешли в другие юридические структуры, однако теперь стоит вопрос эффективного управления и реструктуризации их обязательств, что является перспективным направлением для инвесторов, включая фонды по управлению проблемными активами.

Рисунок 13. Банковские необслуживаемые кредиты в общем объеме валовых кредитов[22]



[21] *Займы с просроченной задолженностью (NPL) свыше 90 дней (% от ссудного портфеля)*

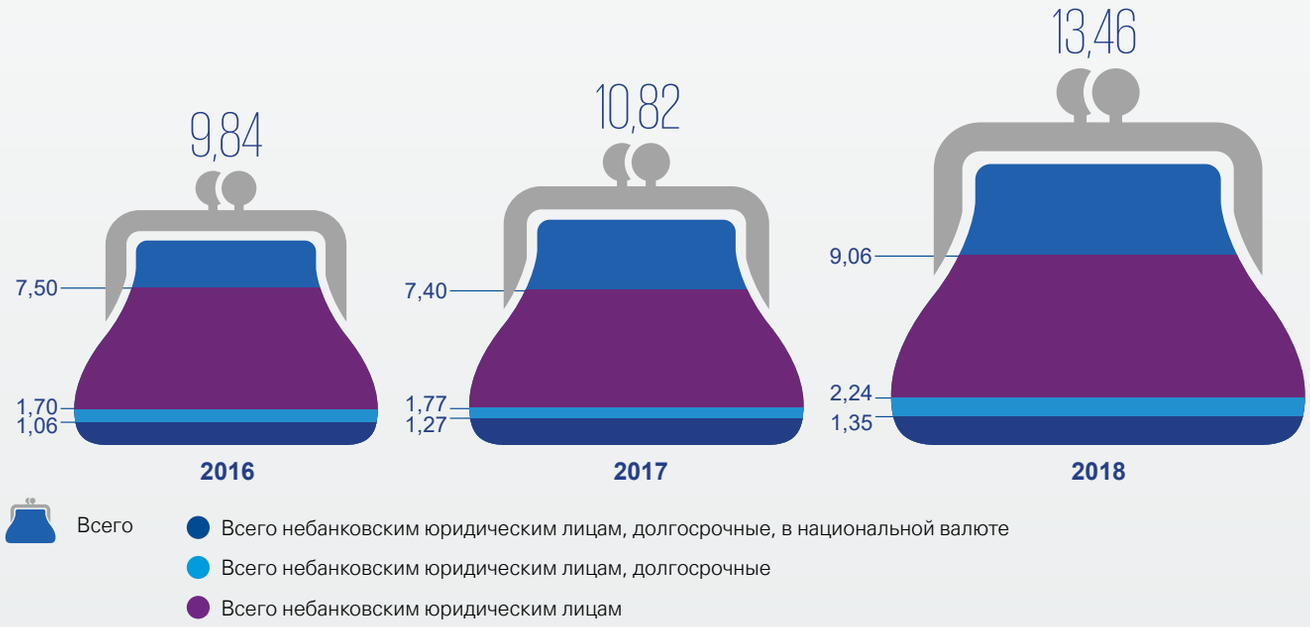
[22] *Всемирный Банк, Международный Валютный Фонд*

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Доля вновь выданных долгосрочных кредитов[23] для бизнеса находится на стабильно невысоком уровне от общего объема выдаваемых кредитов. Основным драйвером являются государственные программы.

Доля долгосрочных кредитов в общем объеме вновь выдаваемых кредитов за последние годы относительно низкая. За 2018 год доля долгосрочных кредитов в общей сумме кредитов, выданных небанковским юридическим лицам, составила около 25% (в среднем 24% за 3 года).

Рисунок 14. Объем выдач банками кредитов за 2016-2018 годы, трлн тенге[24]



[23] *Обычно долгосрочный кредит используется в качестве инвестиционного капитала. По данным НБ РК: долгосрочный кредит – кредит, предоставляемый на срок свыше года*

[24] *Среднее за период 2013-2017гг. Комитет по статистике МНЭ РК*

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Субсидирование процентных ставок и другие государственные программы позволяют бизнесу привлекать финансирование под низкую ставку вознаграждения, в то же время рыночные ставки остаются достаточно высокими.

Средневзвешенная ставка вознаграждения банков по кредитам небанковским юридическим лицам в национальной валюте колеблется в диапазоне от 10 до 16,1%. Стоит отметить, что высокие процентные ставки – это экономическая и рыночная реальность. Основными причинами высоких ставок могут быть:

— Относительно высокая инфляция. При высокой инфляции вкладчиков и кредиторов не интересует размещение их денег на депозитах и в облигациях банков, если предложенные ставки не покрывают уровень инфляции и риски. В то же время банки не могут устанавливать процентные ставки по кредитам ниже стоимости собственного фондирования.

— Высокий кредитный риск заемщиков. По сравнению с развитыми странами уровень невозврата выданных кредитов в Казахстане гораздо выше.

— Длинная база фондирования банков ограничена, вследствие этого база фондирования преимущественно является краткосрочной.

Анализируя динамику процентных ставок за последние 15 лет, можно заметить, что данный показатель никогда не был существенно ниже текущего уровня, даже в периоды максимально благоприятных экономических условий в Казахстане и быстрого роста кредитных портфелей банков (2006–2007 гг.).

Рисунок 15. Средневзвешенные ставки вознаграждения казахстанских банков по выданным кредитам юридическим лицам по состоянию на декабрь 2007–2018 гг.[25]

[25] НБ РК. Данные на конец года

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

База фондирования банков является преимущественно краткосрочной.

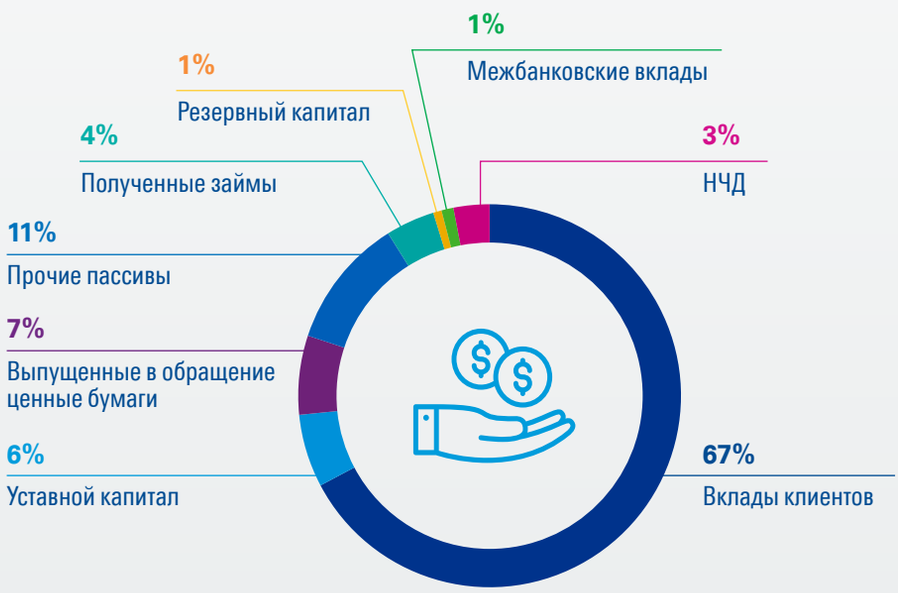
67,5%

На сегодняшний день в структуре фондирования банковского сектора Республики Казахстан 67,5% совокупных пассивов – это вклады клиентов, привлеченные займы занимают всего 4,1%.

К примеру, в России вклады клиентов составляют 59,7% совокупных пассивов. НБ РК отмечает зависимость банков от крупных депозиторов (около половины принятых банками обязательств приходится на 25 крупнейших кредиторов), что является фактором уязвимости и нестабильности фондирования. Случаи изъятия несколькими клиентами своих вкладов могут привести к проблемам с ликвидностью. Преобладание депозитной базы в структуре фондирования объясняется, с одной стороны, отсутствием у населения лучших альтернатив для размещения свободных средств с учетом высокой ставки вознаграждения и наличия инструмента гарантирования банковских депозитов. С другой стороны, у банков сейчас практически отсутствует возможность привлечения долгосрочного финансирования по приемлемым ставкам от иностранных кредиторов.

В настоящее время банковский сектор Казахстана испытывает сложности, связанные с отсутствием дешевых источников фондирования (за исключением средств, распределяемых в рамках реализации государственных программ поддержки бизнеса), также в портфелях банков сохраняется высокая доля займов с просроченной задолженностью. Таким образом, ставки по кредитам без учета мер поддержки со стороны государства остаются высокими.

Рисунок 16. Структура совокупных пассивов банковского сектора РК на 1 января 2019 г.[26]



Примечание: НЧД – Начисленный чистый доход

Правительство предпринимает меры по оздоровлению банковского и корпоративного секторов, через банки выделяются средства на осуществление программ льготного кредитования и субсидирование процентных ставок.

По мнению экспертов, причины, по которым финансовая помощь банкам не привела к полному кредитному оздоровлению, следующие:

— Высокая стоимость заемных средств. Так как банки не имеют доступа к дешевым иностранным кредитам, основная масса пассивов формируется за счет тенговых депозитов, в том числе растет роль депозитов от физических лиц, где ставки составляют 10–11% годовых. Базовая ставка также находилась на высоком уровне из-за сохраняющихся инфляционных ожиданий, однако в апреле 2019 года была снижена до уровня 9%;

— Вмешательство государства в кредитный процесс путем реализации собственных госпрограмм. В ряде случаев средства в итоге достаются неэффективным компаниям, которые не смогли бы привлечь финансирование на рыночных условиях.

[25] НБ РК

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Фондовый рынок

Основные провайдеры ликвидности на казахстанском рынке ценных бумаг: ЕНПФ и БВУ.

1. ЕНПФ

8,4 трлн тенге

Общая сумма пенсионных активов, инвестированных в ценные бумаги, составила 8,4 трлн тенге (14% ВВП). Для сравнения, в 2017 году данный показатель в Казахстане составлял 11,5%, в то время как в Турции – 2,6%, в Польше – 10,1%, в Норвегии – 10,5%, в Чили – 72%, в Великобритании – 105,3%[27]. В Казахстане ~47% занимают ГЦБ РК, 33,1% – негосударственные ценные бумаги эмитентов РК.

2. Банковские инвестиционные компании

5,4 трлн тенге

Активы БВУ, инвестированные в ценные бумаги, составили 5,4 трлн тенге. Более 70% составили инвестиции в ГЦБ РК, более 13% – инвестиции в негосударственные ценные бумаги эмитентов РК.

3. Страховые компании

615 млрд тенге

Активы страховых (перестраховочных) организаций, инвестированные в ценные бумаги, составили 615 млрд тенге. При этом 31,8% инвестировано в ГЦБ РК, 42,8% – в негосударственные ценные бумаги эмитентов РК.

4. Инвестиционные фонды и профессиональные участники рынка

191 млрд тенге

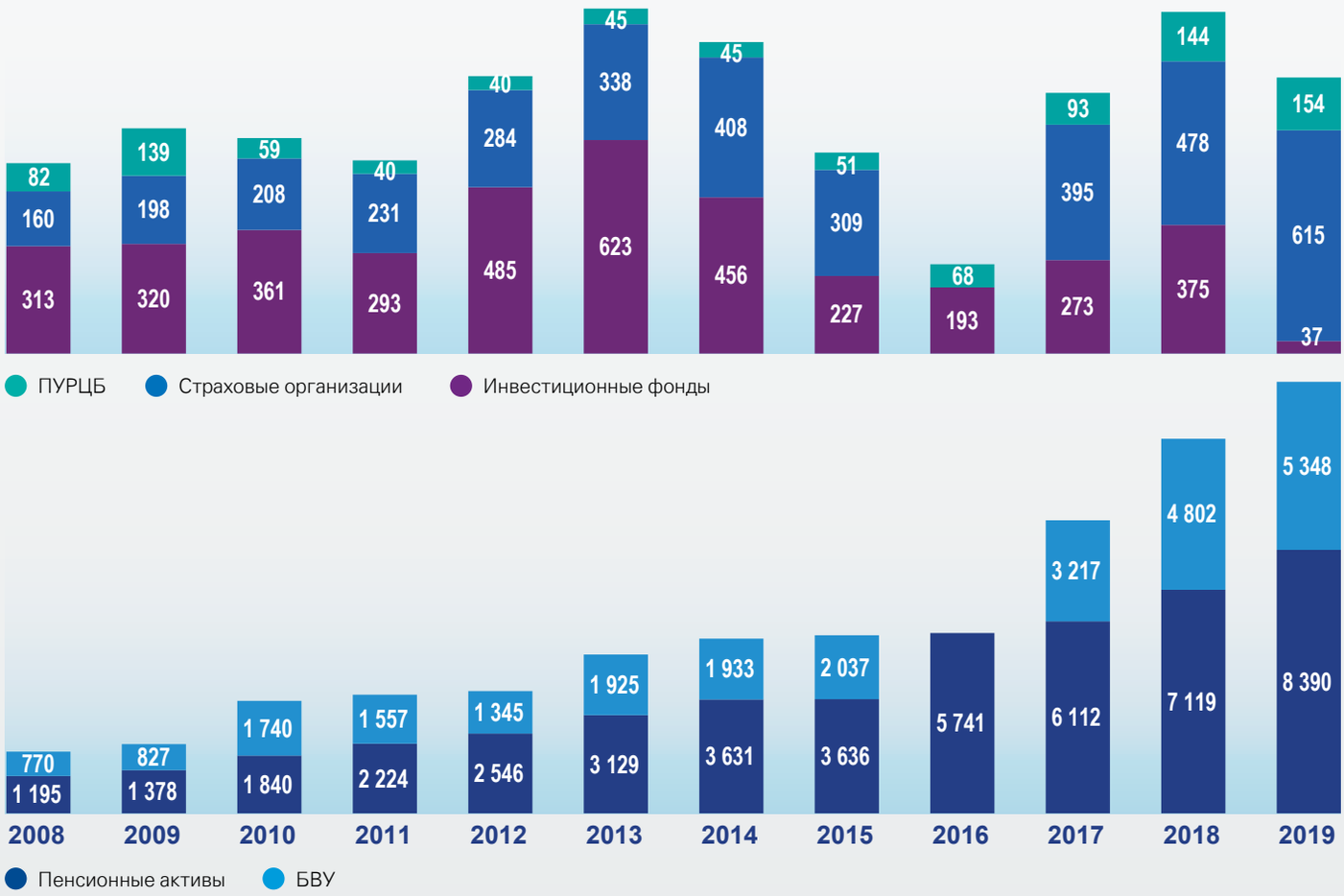
Активы инвестиционных фондов и профессиональных участников рынка ценных бумаг, инвестированные в ценные бумаги, составили 37 и 154 млрд тенге соответственно.

[27] *Pension Fund Market, 2018. OECD Annual Report*

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Доля физических лиц, участвующих на фондовом рынке, крайне невысокая. По данным экспертов, около 0,7% казахстанцев имеют брокерский счет в Центральном депозитарии, тогда как в России этот показатель равен 1,3%, а в США – 51,9%. Доля населения, имеющего счета в брокерских компаниях, также невысока.

Рисунок 17. Активы, инвестированные посредством рынка ценных бумаг[28], по состоянию на 1 января, млрд тенге



[28] НБ РК (не представлены данные по страховым организациям и БВУ за 2016 год)

Примечание: ПУР ЦБ – профессиональные участники рынка ценных бумаг

На рынке наблюдается тренд снижения прибыльности брокерско-дилерского бизнеса.

Как отмечают эксперты, объединение всех частных пенсионных фондов в ЕНПФ является основным фактором снижения прибыльности. Консолидация пенсионных активов в ЕНПФ привела к резкому снижению ликвидности и количества сделок на фондовом рынке Казахстана. ЕНПФ, имея консервативную стратегию, инвестирует в основном в государственные ценные бумаги и ценные бумаги компаний квазигосударственного сектора, а также оказывает поддержку банковскому сектору через покупку облигаций некоторых крупных казахстанских банков.

Также на прибыльность брокерских фирм повлияло ужесточение требований регулятора к инвестиционному портфелю страховых компаний и банков, которые являются одними из ключевых институциональных инвесторов на казахстанском фондовом рынке и крупными клиентами брокерско-дилерских компаний.

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

1.4 КАЗАХСТАН В РЕЙТИНГАХ

Казахстан относится к категории пограничных рынков (frontier markets) среди развивающихся стран. С 1998 года стране удалось достичь высоких результатов:

58 место **по ВВП на душу населения**

По ВВП на душу населения по паритету покупательской способности (ППС) Казахстан за 20 лет поднялся на 20 пунктов – с 78-го до 58-го места, отставая от России всего на 4 пункта, а от Турции – на 1 пункт. При этом, такие страны как Беларусь, Азербайджан, Украина и Узбекистан занимают 70-е, 79-е, 117-е и 126-е места соответственно. Стоит отметить, что такой высокий рост наблюдался у ограниченного количества стран, например, Ирландия поднялась на 19 пунктов (с 25-го на 6-е место), Гонконг – на 18 (с 29-го на 11-е место), Тайвань – на 21 (с 38-го на 17-е место), Южная Корея – на 15 (с 47-го на 32-е место).

56 место **по номинальному ВВП**

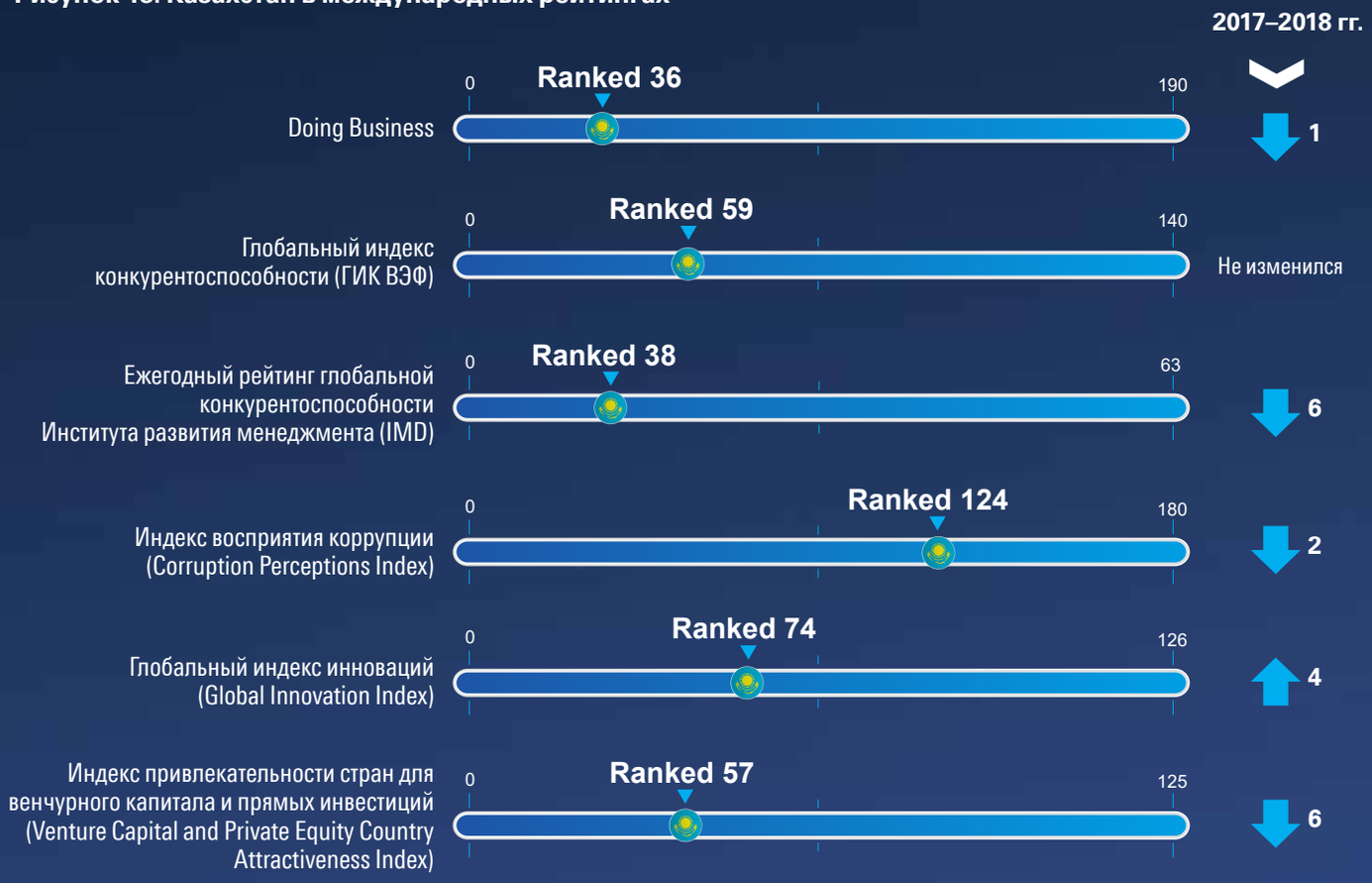
По номинальному ВВП (в долларах) улучшение составило 12 пунктов – с 68-го места в 1998 году до 56-го места в 2018. Существенно вырасти в объемах ВВП удалось Индонезии (+20), Саудовской Аравии (+12), ОАЭ (+16), Ираку (+39) и Катару (+36).

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Doing Business 2019

В международных рейтингах позиции Казахстана за последний год изменялись разнонаправленно. В основном Казахстан занимает позиции выше среднего. За 2017–2018 гг. во многих рейтингах показатели незначительно снизились. Однако в рейтинге Doing Business 2019, опубликованном в октябре 2018 года, Казахстан занял 28-е место в мире из 190 стран, поднявшись на 8 позиций по сравнению с результатом 2018 года (36-е место).

Рисунок 18. Казахстан в международных рейтингах



Казахстан активно работает над созданием благоприятного инвестиционного климата и привлечением иностранных инвесторов. Был создан международный технопарк ИТ-стартапов Astana Hub. Также для развития финансового рынка и повышения инвестиционной привлекательности страны был запущен Международный финансовый центр «Астана», который действует в рамках специального правового режима.

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

2 Private equity как источник устойчивого экономического роста

2.1 Прямые инвестиции

2.2 Ценность, которую несут ФПИ для бизнеса

2.3 От долга к капиталу: устойчивый рост за счет диверсификации структуры финансирования экономики

2.4 Классические ФПИ и специфика ПИ в Казахстане

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Краеугольным вопросом развития государства и бизнеса является устойчивость, а такие события, как мировой финансовый кризис, лишь напоминают об этом. Одним из ключевых показателей, характеризующих устойчивость бизнеса, является коэффициент долга к собственному капиталу (debt to equity ratio). Так, при высоких показателях коэффициента компаниям обычно сложно обеспечивать долг и привлекать дополнительные займы, если же долговая нагрузка напротив – слишком низкая, то это служит индикатором того, что компания теряет возможности, не используя потенциал увеличения рентабельности собственного капитала за счет эффекта финансового рычага[29].

Долевые инвестиции подразумевают разделение рисков между владельцем бизнеса и инвестором, а также отсутствие необходимости предоставления залогового обеспечения. Однако, основным положительным фактором отдельных долевых инструментов, таких как прямые иностранные инвестиции (ПИИ) и прямые инвестиции (ПИ) являются нефинансовые выгоды.

На уровне отдельных компаний вложения ПИ в акционерный капитал позволяют получить доступ к новым технологиям, опыту и экспертным знаниям инвесторов, увеличивают вероятность привлечения долгового финансирования, включая банковские кредиты и лизинг. В мировой практике существует множество компаний-лидеров в своих отраслях, получавших финансирование на ключевых этапах своего развития от ФПИ, например, такие компании как Apple, Google, Starbucks, Versace, Яндекс, Тинькофф и множество других крупных компаний.

Международный опыт показывает, что ПИ играет важную роль в экономике как развитых, так и развивающихся рынков.

На макроуровне развитие сферы ПИ в развивающихся странах способствует повышению производительности, технологическому развитию, повышению занятости населения[30].

Поскольку важно достичь оптимального с точки зрения финансовой устойчивости баланса между собственным и заемным капиталом на уровне компаний, одними из ключевых задач для государства являются оздоровление банковского сектора, включая восстановление стрессовых активов, а также стимулирование инвестиций в акционерный капитал казахстанских компаний.

То к чему приводит нарушение баланса между долгом и капиталом показал кризис 2008 года. Предшествующий кризису интенсивный рост кредитования в Казахстане впоследствии привел к 30%-ому уровню невозвратных кредитов в 2011 году, тогда как по странам ОЭСР показатель не превышал 4,1%.

В Казахстане для увеличения объема инвестиций необходимо использовать комбинацию долговых и долевых инструментов финансирования. Так, если до 2006-2008 года в Казахстане происходила кредитная экспансия, то, начиная с 2005-2006 года, государство активно стимулировало приток прямых иностранных инвестиций (с 2005 года их объем увеличился на 169%), импульс к развитию получили и альтернативные инструменты финансирования, такие как прямые инвестиции (в 2007 году был создан фонд фондов прямых инвестиций – Казына Капитал Менеджмент). Однако, развитие сегмента альтернативных инструментов финансирования в последние 10 лет происходило в период экономической нестабильности: мировой финансовый кризис 2008 года, антироссийские санкции, волатильность цен на природные ресурсы и, как следствие, девальвация национальной валюты. Таким образом, как будет показано далее в разделе 4, сегмент прямых инвестиций все еще является недостаточно развитым.

---

[29] Суть эффекта финансового рычага или левериджа состоит в том, что долг почти всегда является менее дорогим источником финансирования, чем собственный капитал, поскольку вхождение в капитал подразумевает большие риски и, соответственно, это закладывается в его стоимости, кроме того, процентные расходы по обязательствам вычитаются из налогооблагаемой базы компании, делая долг менее дорогостоящим

[30] «Восстановить равновесие в финансах», доклад EBRD о переходном процессе за 2015–2016 гг.

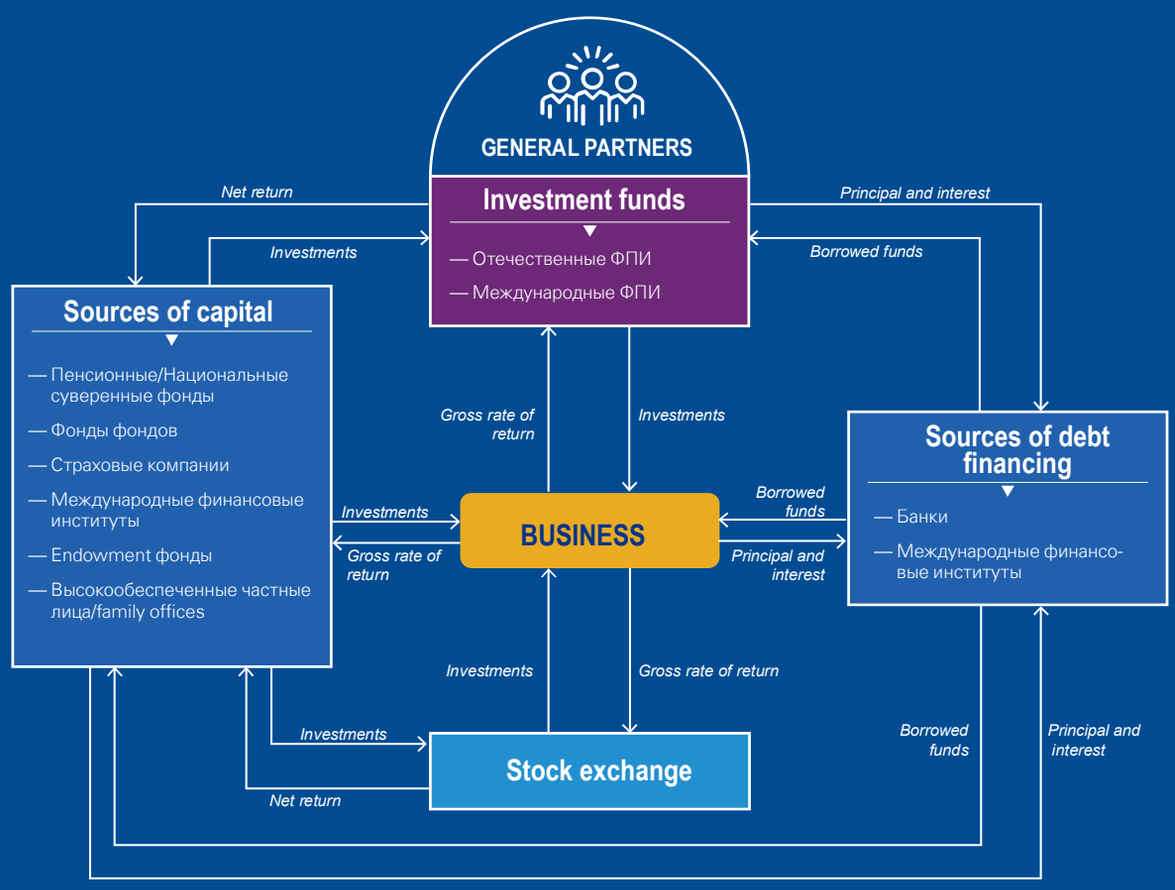
© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

2.1 ПРЯМЫЕ ИНВЕСТИЦИИ

На укрупненной схеме взаимодействия участников инвестиционной экосистемы (рисунок 19) центральным звеном является **бизнес**, имеющий 4 ключевых[31] инструмента привлечения финансирования:

1. Долевое финансирование напрямую от источников капитала
2. Долговое финансирование от БВУ/Международных финансовых институтов (МФИ)
3. Финансирование от инвестиционных фондов (включая private equity). ФПИ в данной экосистеме занимают роль посредника между источниками капитала/долгового финансирования и бизнесом, где источники капитала для ФПИ являются источниками фондирования, а бизнес является инвестиционной целью
4. Привлечение средств через фондовую биржу

Рисунок 19. Схема взаимодействия ключевых участников инвестиционной экосистемы, в том числе ФПИ[32]



© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

На схеме взаимодействия ключевых участников инвестиционной экосистемы наглядно показана разница между прямыми инвестициями от инвестора к бизнесу, когда инвестор получает валовую доходность (gross return), и классическим private equity, когда инвестор получает чистую доходность (net return), с учетом вознаграждений GP и их доли за управление.

Отличительной характеристикой прямых инвестиций от покупки акций публичных компаний и портфельных инвестиций является среднесрочный инвестиционный горизонт и степень корпоративного контроля. Цель инвесторов в публичные компании и прямых инвесторов одинаковая – купить дешево и продать дорого/получить дивиденды, отличие заключается в подходе к достижению конечной стоимости продажи и в ее сроках. Как правило, фонды прямых инвестиций имеют определенные права контроля над компанией и, соответственно, вовлечены в процесс управления. Таким образом, фонд прямых инвестиций является активным акционером с четкой финансовой мотивацией приращения капитализации компании в среднесрочном периоде. Важно понимать ценность, которую несут управляющие компании (GP) для акционеров бизнеса.

Ценность классических ФПИ для бизнеса состоит из трех ключевых компонентов:

1. **Консолидация средств независимых инвесторов (обычно это институциональные инвесторы) для осуществления конкретной инвестиционной стратегии;**

2. **Компетенции управляющих – способность влиять на увеличение стоимости компании для дальнейшей ее продажи;**

3. **Синергия с портфельными компаниями фонда.**

> Private equity финансирование бизнеса – это высокоточное оружие, которое должно играть фундаментальную роль в устойчивом развитии определенного сектора и финансировать именно тектонические сдвиги в нем.
>
> *Кайрат Мажибаев*
> *Председатель совета директоров Группы компаний RESMI*

Таким образом, ФПИ представляют собой финансовые структуры, капитал которых формируется за счет средств частных и институциональных инвесторов для последующего вложения в акционерный капитал (или иные инструменты, связанные с акционерным капиталом) других компаний с целью формирования портфеля проектов. ФПИ, как правило, осуществляют среднесрочные вложения на период до 10 лет.

Управление фондами осуществляют управляющие компании (general partners или GPs). Они формируют стратегии ФПИ, определяют их целевой размер, а также осуществляют поиск объектов для инвестирования. Для формирования ФПИ GP осуществляют привлечение средств (фандрейзинг) от ограниченных партнеров (limited partners или LPs) в течение периода от 1 года до 5 лет до достижения целевого размера фонда, после чего фонд «закрывает» период фандрейзинга.

В классической модели GP получает вознаграждение в размере 1,5–2% от общего размера фонда в течение инвестиционного периода, и далее 1,5–2% от инвестированного капитала, а также 20% от полученной сверхприбыли по результатам управления портфелем инвестиций, оставшуюся прибыль получают LP. На практике в настоящее время многие фонды отклоняются от данной классической схемы.

---

[31] *Схема не является исчерпывающей*

[32] *По данным Всемирного экономического форума*

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

В зависимости от выбранного направления и стратегии инвестирования ФПИ подразделяются на несколько основных типов:

Основные типы ФПИ

1. Фонды фондов (Fund of funds) – инвестируют средства в капитал других ФПИ
2. Венчурные фонды (Venture funds) – инвестируют преимущественно в компании на ранней стадии развития, обладающие большим потенциалом роста
3. Фонды роста (Growth funds) – специализируются на вложениях в зрелые компании, которые стремятся выйти на новые рынки или расширить свою деятельность
4. Фонды выкупа (Buyout funds) – специализируются на выкупе контрольных пакетов акций компаний в ситуациях, когда справедливая стоимость акций оценивается выше рыночной цены

Стратегией многих ФПИ является приобретение пакетов акций, дающих возможность активного участия в управлении в ограниченном количестве компаний с потенциалом дальнейшего роста (фонды роста, фонды выкупа).

Альтернативные стратегии:

— приобретение миноритарных долей в большом количестве компаний на ранних стадиях их развития (венчурные фонды);

— осуществление инвестиций в компании, испытывающие финансовые затруднения, но с перспективой восстановления финансового положения и увеличения стоимости бизнеса (фонды выкупа, в том числе специализирующиеся на инвестициях в стрессовые активы).

Инвестиции в акционерный капитал являются достаточно долгосрочными по сравнению с долговым финансированием и имеют повышенную степень риска в связи с более низким приоритетом при распределении капитала в случае банкротства компании. Поэтому инвесторы при принятии решения об инвестировании проводят более тщательный анализ деятельности компаний и требуют получения определенного контроля над деятельностью компаний в той или иной форме (участие в органах управления, наличие права вето и пр.).

С точки зрения инвесторов, ПИ являются одним из альтернативных инструментов инвестирования по отношению к более традиционным финансовым инструментам (например, инструментам денежного рынка, облигациям, акциям, торгуемым на фондовых биржах). Целью инвесторов при осуществлении вложений в ПИ является достижение большей диверсификации портфеля активов и более высокой доходности по сравнению с традиционными инструментами в абсолютном выражении и с учетом степени риска.

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

2.2 ЦЕННОСТЬ, КОТОРУЮ НЕСУТ ФПИ ДЛЯ БИЗНЕСА

ФПИ с учетом специфики их вложений, в отличие от кредитных организаций, заинтересованы в качественных улучшениях и повышении стоимости бизнеса. Таким образом, участвуя в управлении компаниями, они способствуют внедрению и укреплению стандартов корпоративного управления и этики, улучшению корпоративной культуры и повышению прозрачности деятельности. Многие представители бизнеса считают, что одним из наиболее существенных факторов, способствующих принятию решения о привлечении финансирования от ФПИ, является возможность получения доступа к экспертным знаниям, контактам фонда и синергии с другими компаниями, находящимися в портфеле фонда.

EBRD в своем докладе о переходном процессе за 2015–2016 гг. отмечает фонды Baring Vostok Capital Partners в качестве примера позитивного влияния классических ФПИ на бизнес компаний. Изначально фонд фокусировался на компаниях среднего размера в России и странах бывшего СССР. Инвестиционная стратегия подразумевала приобретение контрольного пакета или существенной миноритарной доли в компаниях различных отраслей с целью достижения увеличения стоимости бизнеса. За период деятельности фонд осуществил ряд весьма успешных инвестиций, в том числе:

— «Яндекс» – ведущая интернет-компания в России. Baring Vostok инвестировал в Яндекс в 2003 году – через 3 года после его создания. За инвестиционный период бизнес компании подвергся трансформации и расширению, в результате чего компания с оценкой 8 млрд долларов была выведена на биржу NASDAQ в 2011 году, на чем Baring Vostok заработал 1 млрд долларов[33]. Окончательный выход Baring Vostok из проекта был осуществлен в 2016 году.

— «Европлан» – ведущая автолизинговая компания России, деятельность которой началась в 1999 году. Первоначальные инвестиции от фонда Baring Vostok были получены в 2003 году. За инвестиционный период компания запустила новые продукты, диверсифицировала источники финансирования за счет выпуска облигаций, начала оказывать услуги предприятиям МСБ, благодаря чему существенно выросла и стала лидером российского рынка лизинга легковых и грузовых автомобилей. Фонд вышел из проекта в 2015 году.

Средний IRR на инвестиции фонда составляет 38%. Успешные инвестиции Baring Vostok оказали позитивное влияние не только на результаты самого фонда и его портфельных компаний, но и на весь бизнес-климат в России и сферу ПИ. Наличие позитивных примеров в регионе и публикация соответствующей информации демонстрируют другим потенциальным инвесторам и бизнесу имеющиеся возможности развития и повышения стоимости в результате взаимовыгодного сотрудничества с ФПИ.

[33] *«Во что в России инвестировал Baring Vostok», Ведомости, 2019 г.*

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

2.3 ОТ ДОЛГА К КАПИТАЛУ: УСТОЙЧИВЫЙ РОСТ ЗА СЧЕТ ДИВЕРСИФИКАЦИИ СТРУКТУРЫ ФИНАНСИРОВАНИЯ ЭКОНОМИКИ

Привлечение прямых иностранных инвестиций, в том числе инвестиций от ФПИ, снижение оттока капитала за рубеж от внутренних инвесторов, положительно влияет на состояние счета движения капитала платежного баланса и способствует стабилизации курса национальной валюты.

Диверсификация источников финансирования важна, так как отличительной чертой private equity от прочих способов привлечения капитала является более длительный срок инвестирования и меньшая мобильность капитала, то есть страны с более высокой долей прямых инвестиций в экономике менее подвержены влиянию оттока капитала и обвалу финансовых рынков в кризисные периоды[34].

В развивающихся странах private equity оказывает прямое положительное влияние на уровни доходности бизнеса и занятость в стране за счет проявления эффекта масштаба, увеличения капитальных расходов с целью повышения производительности труда и внедрения методов бережливого производства, связанного с более эффективным использованием оборотных и денежных средств. В развитых странах прямого повышения занятости не наблюдается, так как фонды в этих странах, как правило, входят в капитал зрелых компаний с целью повышения их рентабельности путем реструктуризации деятельности и оптимизации организационной структуры.

Расширение рынка ПИ также оказывает косвенное влияние на развитие сопутствующих сфер деятельности, необходимых для сопровождения сделок фондов: растет бизнес оценочных, юридических, инвестиционных компаний, что также способствует диверсификации экономики, повышению ВВП, увеличению занятости и росту профессиональных компетенций на местном рынке.

[34] *«Восстановить равновесие в финансах», доклад EBRD о переходном процессе за 2015–2016 гг.*

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Примером позитивного влияния развития ПИ на инвестиционную привлекательность страны является опыт Бразилии.

Бразилия сегодня представляет интерес для частных инвесторов по всему миру. Активность в регионе значительно выросла благодаря инвесторам и новым участникам глобальных ФПИ. Для местных ФПИ, уже работающих на рынке, это означает время беспрецедентного потока сделок и новых возможностей.

Ранние участники рынка в Бразилии включают в себя: GP Investimentos, Patria Investimentos, Banco Bozano (сейчас Santander), CRP Companhia de Participacoes, Advent International Brazil. Работая со многими семейными предприятиями Бразилии, эти фирмы представили бизнес-сообществу преимущества, которые ПИ инвесторы могут обеспечить: улучшенное корпоративное управление, средство планирования преемственности и, самое главное, рост стоимости компаний. Ранний опыт этих компаний привлек других повторить их успех. В середине 1990-х годов число активных инвесторов ПИ в Бразилии существенно выросло.

Среди проблем, потенциально тормозивших рынок ПИ, с которыми столкнулись первые инвесторы, можно отметить следующие:

— правовая структура и бюрократические барьеры, оставшиеся от деятельности Кардозу (прим. Президент Бразилии с 1995 по 2003), препятствовали операциям;

— корпоративное управление отсутствовало у многих потенциальных реципиентов ПИ;

— несколько видов акций с различными правами голоса, которые давали огромное влияние, чтобы инсайдеры подорвали веру инвесторов в рынки капитала;

— ограниченные возможности выходов компаний через публичное размещение акций.

Потенциальные точки роста для рынка ПИ в Бразилии:

Созревание рынков капитала в Бразилии является ключевым фактором в усилении внимания к стране со стороны ПИ инвесторов

Увеличение возможностей продажи. В то время как продажи иностранным фирмам по-прежнему представляют собой верный выход для многих инвесторов, другие варианты доступны для инвесторов ПИ. Внутренние покупатели (высокообеспеченные частные лица) все чаще осуществляют инвестиции через прямое приобретение

IPO предлагает дополнительную стратегию выхода. Трансграничные котировки на бирже становятся все более жизнеспособной альтернативой

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Привлекательность Бразилии в качестве региона для инвестирования объясняется следующими факторами:

— **Новая парадигма**. По мере роста активности и понимания бизнес-сообществом Бразилии, предприниматели и владельцы семейного бизнеса, которые когда-то были осторожны к работе с ФПИ, сейчас стали более восприимчивы к взаимодействию с ФПИ. Во многих случаях владельцы бизнеса видели, как конкурент или поставщик извлек выгоду из участия в ПИ;

— **Налоговые льготы для определенных инвестиций**. Налоговый режим Бразилии сложен и препятствует корпоративным инвестициям; тем не менее, страна работает над улучшением ситуации. Одним из таких способов является предложение налоговых стимулов, предназначенных для поощрения инвестиций в стратегически важные отрасли и регионы. В качестве примера Правительство предоставляло Ford Motor Company значительные государственные и федеральные стимулы для увеличения годовой суммы инвестирования. В результате компания обязалась инвестировать 1,6 млрд долл. для модернизации своего завода в Баии;

— **Созревание рынков капитала Бразилии.** За последнее десятилетие доверие инвесторов во всем мире к рынкам капитала в Бразилии выросло из-за повышения прозрачности банковской системы благодаря надзору со стороны центрального банка страны и регулирующих органов. Банковская система расчетов теперь работает в режиме реального времени, что позволяет регуляторам видеть проблемы по мере их возникновения и принять соответствующие действия, прежде чем проблемы обострятся. Аналогичным образом, финансовые рынки претерпели трансформацию в последние годы, что обеспечило уверенность инвесторов. Изменения в правилах публично торгуемых компаний защищали миноритарных акционеров и улучшили корпоративное управление. Среди самых важных из них – введение стандартов МСФО для публично торгуемых компаний и финансовых учреждений Бразилии, что способствовало увеличению прозрачности, надежности и сопоставимости с растущим числом международных компаний. Данные успехи позволят привлечь больше иностранных инвесторов в Бразилию в ближайшие годы.

В период с 2006 по 2009 гг. бразильские фирмы потратили более 148 млрд долларов на более чем 900 приобретений внутри страны.[35] Индекс проникновения private equity в экономику Бразилии (ПИ/ВВП) с 2009 по 2018 гг. находился на достаточно высоком уровне, учитывая относительно большие объемы ВВП страны, в среднем 0,14% ежегодно. Сильные экономические основы, исключительный корпоративный рост и тенденция к консолидации предполагают продолжение роста объемов внутренних сделок. Меры, предпринятые государством для расширения рынка ПИ, включают в себя правила для инвестиций в определенные сегменты экономики и на внебиржевом рынке, которые будут способствовать росту ПИ рынка в ближайшем будущем.

[35] *EMPEA*

2.4 КЛАССИЧЕСКИЕ ФПИ И СПЕЦИФИКА ПИ В КАЗАХСТАНЕ

Подход к инвестициям private equity в Казахстане имеет определенную специфику, приведенную ниже (таблица 1).

Таблица 1. Отличие классического и местного подходов к инвестициям private equity

	КЛАССИЧЕСКИЙ ПОДХОД (в мировой практике)	В КАЗАХСТАНЕ
Инвесторы и их роль в принятии решений	— Есть независимый GP (управляющая компания), которые управляют деньгами LP (инвесторов); — Обычно инвесторами фондов выступают институциональные игроки: пенсионные фонды, страховые компании и т.п.	— Чаще всего LP и GP в одном лице: кто владеет деньгами, тот ими и распоряжается; — В Казахстане распространены кэптивные фонды при семейных офисах/бизнес-конгломератах. Чаще всего собирается инвестиционный комитет, где есть представители как семейного офиса, так и самого фонда; — Основным инвестором всегда является мажоритарный акционер семейного офиса/бизнес-конгломерата (в некоторых случаях эти фонды привлекают независимых LP).
Фандрейзинг	— GP с определенной периодичностью создает новые фонды и привлекает под них инвесторов, что является одной из основных компетенций классических фондов.	— Чаще всего задача фандрейзинга перед инвестиционной командой не стоит, так как существует один конкретный инвестор (высокообеспеченное частное лицо/фонд фондов/международный финансовый институт); — Местные управляющие иногда ищут со-инвесторов для отдельных проектов, но создание совместных с кем-либо фондов – редкая практика.

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Таблица 1. Отличие классического и местного подходов к инвестициям private equity (продолжение)

	КЛАССИЧЕСКИЙ ПОДХОД (в мировой практике)	В КАЗАХСТАНЕ
Инвестиционная стратегия	— Четкий фокус по стадиям инвестирования – VC (seed/early), growth, buyout; — Сделать инвестицию, не соответствующую мандату фонда невозможно; — Возможен фокус по отраслям, но он не столь распространен.	— Акцент управляющих в кэптивных фондах ставится на основной бизнес акционера, стабильно генерирующий достаточную прибыль (cash-cows, IRR (тенге) ~15%), но компания также активно рассматривает возможности для покупки активов с целью их дальнейшей продажи (rising stars, IRR (тенге) ~ 30%); — Обычно эти активы должны иметь синергетический эффект с основным бизнесом группы, но не всегда. Таким образом, команда находится в постоянном процессе формирования пайплайна проектов; — Поиск проектов обычно осуществляется в отраслях, в которых у бизнес группы есть опыт; — Стадия инвестирования может быть любой – главное, чтобы сделка принесла желаемую доходность.
Создание стоимости для акционеров (срок существованя и exit strategy)	— У ФПИ есть четкий срок жизни, по истечении которого они прекращают свое существование и возвращают деньги инвесторам; — Обязательным является выход из актива (exit) – фокус ставится не на получение дивидендов, а на реализацию полного потенциала стоимости (перепродажу актива по цене, превышающей цену входа).	— Классические ФПИ в Казахстане преимущественно созданы при квазигосударственных институтах – ККМ и КазАгро. Частных классических ФПИ с юридической точки зрения в Казахстане практически нет, а срок жизни кэптивных фондов не является ограниченным; — Перепродажа актива является желательной, но необязательной составляющей инвестиционной стратегии; — Дивидендный поток может оказаться настолько привлекательным, что инвесторы могут принять решение не выходить из актива; — Собственникам семейных офисов важен объем ежегодно получаемых дивидендов.

> Таких управляющих команд, работающих примерно в формате, как у GP, в Казахстане достаточно много. Они занимаются привлечением денег в проекты и оперируют именно несколькими предприятиями с объединенным акционерным капиталом. Большое количество незаметных эффективных предприятий, которые работают с привлеченным дополнительно собственным и заемным капиталами. В виде СП, ТОО, АО, но с одним характерным признаком – есть четко организованная команда управленцев, представляющая одного инвестора (одну группу инвесторов) в разных проектах. Их главное преимущество – они знают бизнес и среду изнутри.

Кайрат Мажибаев
Председатель совета директоров Группы компаний RESMI

Таким образом, к **классическим ФПИ** относятся фонды, принцип работы которых в большей степени соответствует признакам классического подхода, определенным в таблице 1. В то же время, можно заметить, что в Казахстане каждое высокообеспеченное частное лицо/семейный офис фактически имеет кэптивную управляющую активами команду. Однако, в рамках данного исследования, выделяется отдельная категория **кэптивных ФПИ при семейных офисах/бизнес-конгломератах**, к которой относятся семейные офисы/бизнес-конгломераты, осуществляющие инвестиционную деятельность, наиболее приближенную (относительно остальных бизнес-конгломератов) по своей структуре к классическим ФПИ.

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

3 Развитие рынка private equity в Казахстане

3.1 Рынок private equity в Казахстане: эволюция и становление

3.2 Обзор ключевых игроков экосистемы private equity в Казахстане

3.3 Анализ активности на рынке M&A за период 2008–2018 гг.

3.4 Фандрейзинг ФПИ и освоение средств инвесторов

3.5 Динамика совокупного объема осуществленных прямых инвестиций в Казахстане за 2008–2018 гг.

3.6 Отраслевой фокус инвестиций

3.7 Виды сделок

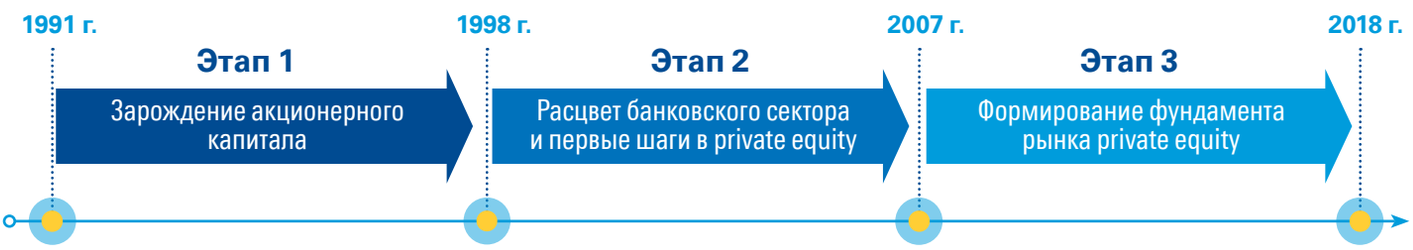
3.8 Определение количества завершенных выходов и стратегий выхода

3.9 Обзор наиболее успешных историй взаимодействия ФПИ с бизнесом в Казахстане

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

3.1 РЫНОК PRIVATE EQUITY В КАЗАХСТАНЕ: ЭВОЛЮЦИЯ И СТАНОВЛЕНИЕ

Развитие рынка прямых инвестиций в Казахстане можно разделить на 3 основных этапа:



Зарождение частного акционерного капитала (1991-1998 гг.)

Данный этап – сложный начальный период перехода к рыночной экономике, который начался с трансформации собственности посредством ее разгосударствления и дальнейшей приватизации.

В частную собственность было передано более 16 тыс. государственных объектов и предприятий[36]. Экономика постепенно оживала и имела позитивные прогнозы роста, тем самым вызывая интерес зарубежных инвесторов к Казахстану. Однако, слабые на тот момент законодательно-правовая база и налоговая система создавали нестабильный инвестиционный климат, что, соответственно, сказывалось на активности международных ФПИ.

Фактически зарождение казахстанского рынка ПИ было ознаменовано приходом на рынок международных финансовых институтов (МФИ). В 1996 году на территории Казахстана начал осуществлять свою деятельность ФПИ с фокусом на венчурный капитал Eagle Kazakhstan Fund (бывший Казахстанский Пост-Приватизационный фонд), являющийся одним из региональных венчурных фондов (РВФ), основанных в странах СНГ и Восточной Европы и финансируемых средствами EBRD. В 2000 году, после слияния нескольких российских венчурных фондов, фонд был переименован в Eagle Kazakhstan Fund. Фонд осуществил 9 инвестиций в общем размере ~33 млн евро. Также на рынке присутствовали такие фонды, как AIG Silk Road Fund (SRF) и Центрально-Азиатский американский фонд предпринимательства (CAAEF).

В тот период EBRD и International Finance Corporation (IFC) начали выдавать первые длинные займы и осуществлять инвестиции в акционерный капитал казахстанских предприятий: например, конвертируемый заем EBRD банку Qazkom в размере 40 млн долларов[37].

[36] *Информационное агентство Strategy2050.kz*

[37] *Европейский Банк Реконструкции и Развития: ebrd.com/kazakhstan*

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Расцвет банковского сектора и первые шаги в private equity (1998-2007 гг.)

За этот период стоимость нефти (Brent) увеличилась в 4 раза, имея среднегодовой темп роста, равный 19%[38].

Таким образом, на фоне быстрорастущего экспорта товаров и уровня внутреннего потребления, в среднем, ВВП Казахстана в долларах рос на 9% каждый год. Несмотря на такие благоприятные условия для инвестирования в акционерный капитал, заемное финансирование пользовалось гораздо большим спросом в силу доступности, с точки зрения стоимости, а также понимания функционирования инструмента и простоты использования для корпораций. Все крупные банки выпускали евробонды, а также привлекали иностранных инвесторов в капитал, прогнозируя стабильный будущий рост экономики.

M&A-активность. Согласно оценкам компании Сентрас Секьюритиз, в 2004 году общий объем сделок M&A в РК превысил 1,1 млрд долларов[39]. По данным Resmi, совокупная стоимость сделок M&A в Казахстане за 2005 год составила более 9 млрд долларов, почти в 10 раз превысив показатель 2004 года, в 2006 году – 7,6 млрд долларов, а в 2007 году совокупный объем таких сделок достиг 10 млрд долларов[40].

Активность ФПИ. Львиную долю рынка M&A занимали сделки в горнометаллургическом и нефтегазовом секторах, среди них были и сделки ПИ, например, ФПИ Great Circle Fund в 2006 году инвестировал в казахстанскую нефтесервисную компанию Caspian Service Inc. Также, в связи с тем, что финансовый сектор в этом периоде находился на подъеме, такие крупные ФПИ, как Baring Vostok Private Equity III, CVCI Growth Fund I и East Capital Financial Fund, осуществляли инвестиции в казахстанские банки. К другим игрокам, инвестировавшим крупные суммы в акционерный капитал казахстанских банков, можно отнести EBRD, CitiGroup Alternative Investments, Goldman Sachs и Unicredit.

Появление первых казахстанских управляющих и ФПИ. Если говорить о роли казахстанских управляющих, то в тот период сделки в отраслях потребительского кредитования и страхования совершал Инвестиционный Финансовый Дом Resmi. А уже в 2007 году о начале своей деятельности заявил первый публичный частный ФПИ в Казахстане – Centras Private Equity Fund с резервированным капиталом в размере 42,5 млн долларов. Руководству финансовой группы Centras удалось привлечь институциональных инвесторов (EBRD и CDC) в роли ограниченных партнеров (LP), а также осуществить покупку страховой компании Коммеск-Омир[41]. В том же году представители известной инвестиционной группы Lancaster также выражали интерес к открытию ФПИ на 100 млн долларов[42].

Кроме того, важным событием тех лет стало возникновение на рынке трех гибридных фондов, управляемых командой Compass Management: Tau Capital PLC, Kazakh Compass и Compass Kazakhstan Ltd. Их инвестиционный фокус не ограничивался прямыми инвестициями, а включал также и инвестиции в ценные бумаги[43].

Наиболее знаменательным событием того периода стало поручение Президента Республики Казахстан о создании фонда фондов прямых инвестиций[44]. Таким образом, был создан важный институт развития – Казына Капитал Менеджмент (ККМ). В 2007 году при поддержке ККМ в Казахстане начал свою деятельность Aureos Central Asia Fund.

Параллельно начался процесс зарождения венчурного капитала. В 2003 году был создан Национальный инновационный фонд, в дальнейшем переименованный в Национальное агентство по технологическому развитию (НАТР), ныне QazTech Ventures[45]. В период с 2003 по 2008 гг. НАТР фондировал 10 венчурных фондов, 5 из которых – зарубежные: Mayban-Jaic Asean Fund L.P., Wellington Partners Ventures III Technology Fund L.P., Flagship Venture Fund, Vertex III Venture Fund, CASEF, и 5 – казахстанские: Адвант, Almaty Venture Capital, Сентрас, Delta Technology, Арекет.

---

[38] Вебсайт аналитической платформы Макротрендс: macrotrends.net

[39] Зайков А. «Рекордные итоги 2007 года на рынке M&A: 12 тренд-маркеров» // Слияния и поглощения. № 1-2 (59-60). 2008

[40] С. Франгулиди, финансовый аналитик АО «ИФД «RESMI». «Рынок слияний и поглощений. M&A по-казахстански» // investkz.com. 2008

[41] Презентация Centras Capital с вебсайта Centras Capital // centrascapital.com. 2009

[42] Alimbek Seidullayev, «Private equity: Kazakhstan starts to walk the walk» // euromoney.com. 2007

[43] Веб-сайт Казахстанской фондовой биржи: kase.kz. Дополнительная информация с веб-сайта фонда – taucapitalplc.com

[44] Послание Президента Казахстана к народу 28 февраля 2007 года

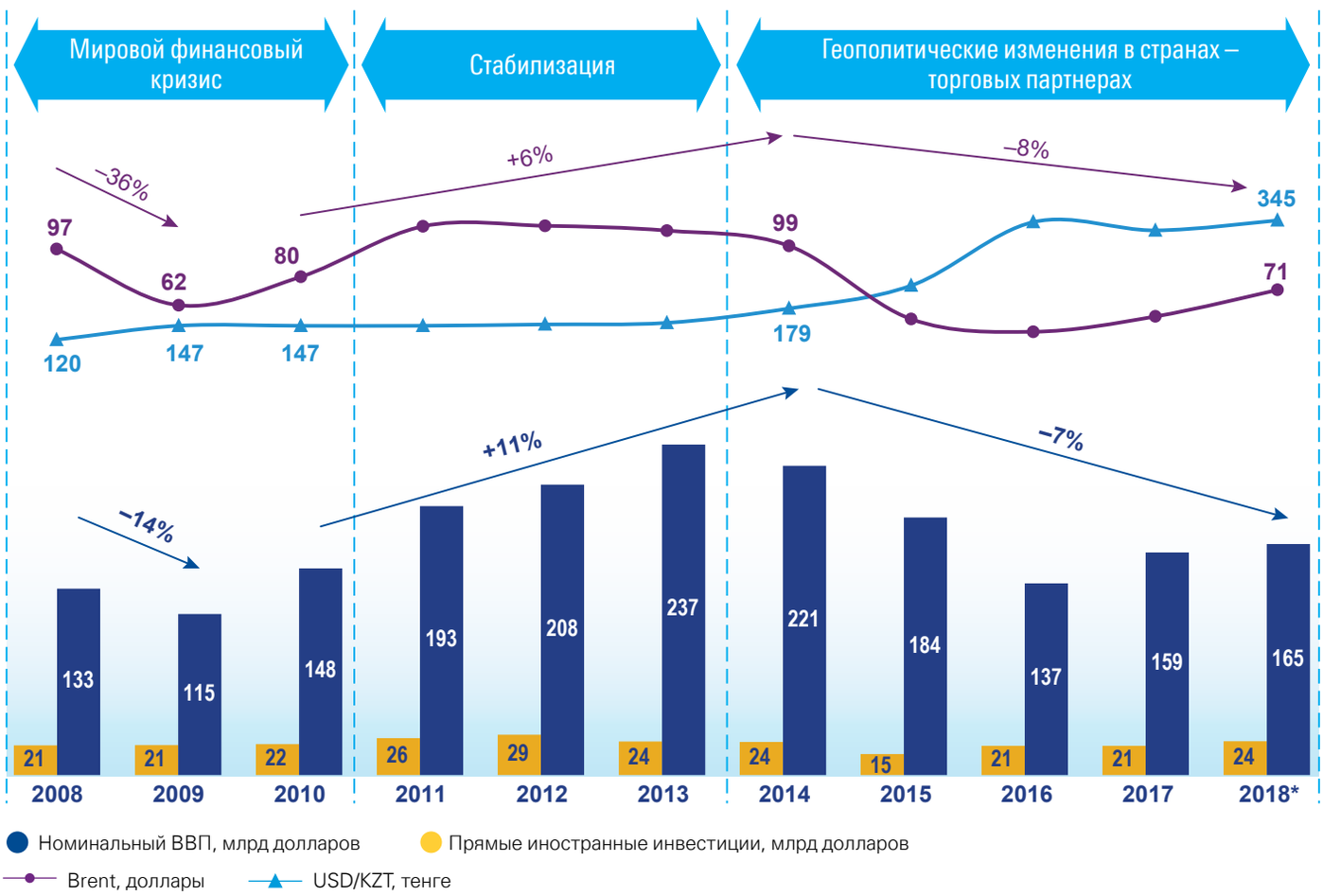
[45] В 2019 году НАТР был трансформирован в АО «QazTech Ventures» с фокусом на развитие венчурного рынка и технологического предпринимательства

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Формирование фундамента рынка private equity (2008-2018 гг.)

Данный период также можно разделить на укрупненные микроэтапы, представленные на рисунке 20.

Рисунок 20. Динамика ключевых макроэкономических показателей в Казахстане[46]



Среднегодовой темп роста (CAGR)

**Объем ВВП является оценочным по данным Всемирного Банка*

[46] *Аналитическая платформа Макротрендс, НБ РК, Всемирный Банк*

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

1 2008–2010 гг. – период мирового финансового кризиса

В связи с тем, что Казахстан к 2008 году уже был достаточно интегрирован в мировую экономику – валовый внешний долг к тому моменту составлял порядка 100 млрд долларов, существенную долю от этой суммы занимали долги коммерческих банков[47], как было показано в разделе 1. Таким образом, с наступлением мирового финансового кризиса, начавшегося в 2007–2008 гг., экономика Казахстана претерпела значительные изменения. Доступ к фондированию для банков был закрыт, более того, низкое качество кредитных портфелей и недостаточная ликвидность привели крупные банки к дефолтам по обязательствам. Таким образом, начиная с 2008 года, доступ к долговому финансированию для бизнеса имел уже совсем другую природу, в первую очередь, с точки зрения стоимости заемного капитала. Рынок нуждался в альтернативных источниках финансирования.

Государственные/квазигосударственные организации предоставляли как заемное, так и альтернативное финансирование – прямые инвестиции и венчурный капитал, продолжали действовать такие масштабные государственные программы, как Государственная программа форсированного индустриально-инновационного развития.

2 2011–2014 гг.– период стабилизации: очистка банковских и консолидация пенсионных активов

Как видно на рисунке 20, в период с 2011 по 2014 гг. происходила посткризисная стабилизация: цены на нефть держались на стабильно высоком уровне, ВВП рос высокими темпами, как будет показано далее, именно на этот период приходился пик инвестиционной активности фондов ККМ, максимальных объемов достиг и рынок M&A.

В то же время, после шоков 2008 года Правительство Казахстана проводило серьезные реформы с целью создания более устойчивой экономики:

- Принимались масштабные меры по оздоровлению банковского сектора: происходил процесс очистки активов БВУ, в 2012 году был создан Фонд проблемных кредитов, как дополнительный инструмент по улучшению качества кредитных портфелей банков;
- В 2013 году организации, оказывающие меры финансовой и нефинансовой поддержки бизнеса, были объединены и стали частью созданного Национального Управляющего Холдинга Байтерек в целях реализации системного подхода в части поддержки бизнеса;
- Была проведена масштабная пенсионная реформа. Так, в 2013 году пенсионные активы были консолидированы в Единый накопительный пенсионный фонд.

3 2014–2018 гг. – действие антироссийских санкций, колебания цен на сырьевые ресурсы: переход к плавающему курсу и укрупнение банков

Период с 2014 по 2018 гг. для Казахстана характеризовался высокой волатильностью цен на природные ресурсы (в том числе на нефть) и неблагоприятными геополитическими событиями в регионе, включая санкции против России и политические изменения в Украине, а в связи с переходом к плавающему курсу и резким обесценением национальной валюты среднегодовой прирост номинального ВВП (в долларах) был отрицательным и равнялся -7%, для объемов рынка M&A показатель CAGR оказался равным -26% в год. Однако подобный стресс привел к необходимости кардинальных действий в части оздоровления финансовой системы, а также осуществлению инициатив, связанных с созданием благоприятной экосистемы для инвестирования.

Таким образом, в этот период происходит процесс завершения очистки и укрупнения банковского сектора, в результате которого большие объемы стрессовых активов перешли в отдельные от банков юридические структуры, такие как Фонд проблемных кредитов и Инвестиционный фонд Казахстана.

Большой объем средств накоплен в ЕНПФ – по некоторым данным, в настоящее время рассматривается возможность передачи части активов ЕНПФ частным управляющим компаниям. Предоставление возможности вложения небольшой доли пенсионных активов в частные ФПИ потенциально могло бы придать дополнительный стимул развитию рынка[48]. Международный опыт показывает, что предоставление возможности ФПИ привлекать средства пенсионных фондов сопровождается внедрением дополнительного регулирования в данной сфере.

Кроме того, в Нур-Султане начал функционировать Международный финансовый центр Астана (МФЦА), на территории которого действует английское право, а также на его базе создана фондовая биржа.

---

[47] НБ РК. «Платежный баланс и внешний долг Республики Казахстан». 2007

[48] Интервью с респондентами (см. Методологию)

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Таким образом, за 10 лет в Казахстане был сделан ряд важных шагов, способствующих созданию благоприятной среды для осуществления инвестиций:

На данный момент в Казахстане консолидированы пенсионные активы. Банковский сектор является концентрированным, то есть представлен относительно крупными игроками.

Государство принимает принципы Yellow pages Rule и продолжает осуществлять процесс приватизации государственных активов.

К концу 2018 года подошел срок окончания существования первых фондов ККМ: таким образом, на текущий момент активную инвестиционную деятельность осуществляют 6 его фондов. Фокус ККМ направлен в первую очередь на развитие экосистемы прямых инвестиций, используя, в том числе, нефинансовые инструменты.

В обновленном Индексе мировых финансовых центров «Global Financial Centres Index» МФЦА занял 61-е место из 100. К тому же, акционерами Международной биржи «Астана» (AIX) стали Goldman Sachs, Шанхайская фондовая биржа, Фонд Шелкового пути и NASDAQ, имеющие большое влияние и экспертизу в мировом масштабе. Интерес к осуществлению деятельности через площадку МФЦА уже выразил крупный китайский фонд прямых инвестиций, который заявил о создании фонда совместно с Правительством Казахстана.

По поручению Н.Назарбаева в Казахстане на базе МФЦА будет создан новый ФПИ с капитализацией в 370 млрд тенге в целях со-инвестирования прорывных проектов.

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

3.2 ОБЗОР КЛЮЧЕВЫХ ИГРОКОВ ЭКОСИСТЕМЫ PRIVATE EQUITY В КАЗАХСТАНЕ

Источники фондирования, долгового финансирования и инвестиционные фонды представлены следующими ключевыми категориями:

1. Государственные/квазигосударственные институты развития
2. Международные финансовые институты
3. Высокообеспеченные частные лица (family offices)/бизнес-конгломераты
4. Классические ФПИ (с местными и международными управляющими командами)

Ключевые представители данных категорий в Казахстане показаны в таблице 2.

Таблица 2. Основные инвесторы и управляющие на рынке частного акционерного капитала в Казахстане[49]

	МЕЖДУНАРОДНЫЕ УК*	МЕСТНЫЕ УК
Государственные/квазигосударственные институты развития Международные финансовые институты	EBRD, IFC, ADB, CDC, FMO, IDB, и др.	Самрук-Казына (Самрук-Казына Инвест), Байтерек (ИФК)
	Активные фонды ККМ: KIF (Verno Capital), ENIF (Eurasian Nurly (Bright) Investment Fund) ***Другие фонды ККМ:*** ACAF, IIF (CapAsia), KCRF (ADM), KGF (CEECAT), CKIF (CITIC), Macquire Russia and CIS, WCP (Wolfensohn Capital Partners), FGF (Al Falah), RKFN(VTB Capital I2BF)	***Активные фонды ККМ:*** Baiterek Venture Fund, DBK Equity Fund, Almex Baiterek Fund, KCM Sustainable Development Fund I ***Фонды КазАгро:*** Kazakhstan "Silk Road" Agriculture Fund (CEECAT)
Классические ФПИ	Фонды Baring Vostok Capital Partners, Resources Capital Fund Eagle Kazakhstan Fund, AIG Silk Road Fund, CVCI Growth Fund I, East Capital Financials Fund, Great Circle Fund, SigmaBleyzer, TPG Capital, Spring Capital Asia, PPF Investments, Phoenician Offshore Fund, TRG Growth Partners	Falconry, Almak Capital, Stichting RCG Netherlands Kazakh Compass Fund, Tau Capital PLC, Amun Capital
	FO/PE: Verny Capital, Ordabasy, Kaspi Group, Lancaster, VISOR, Resmi, Centras, Seimar (Asadel)	
Высокообеспеченные частные лица (family offices)/бизнес-конгломераты	***НГК:*** Chevron, Exxon Mobil, CNPC, Lukoil и др. ***Банки:*** Sberbank, Alfa-Bank, VTB, Citi, Goldman Sachs, Bank of China и др. ***ГМК:*** ArcelorMittal, Glencore и др. ***Транспорт:*** РЖД, DP World и др.	***Бенефициары в банках и/или страховых компаниях:*** Кулибаев Т., Ким В., Ибрагимов А., Шодиев О., Байсеитов Б., Сарсенов Р., Есенов, Г., Султан Н., Куанышев Т. ***Бенефициары в страховых компаниях:*** Мынбаев А., Баймуратов Е. ***Другие:*** Жумашов С., Смагулов Н., Татишев Е., Боранбаев К., Абулгазин Д., Рахимбаев А., Белович А., Сейтжанов С., Мукашев Е., Тульбасов С., Алиев Н., Ким Э., Балушкин А. и др.

** УК — управляющая компания*

Участники, относящиеся к двум категориям инвесторов одновременно

[49] *Представленный список не является исчерпывающим. Источник: анализ KPMG*

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Государственные/квазигосударственные институты развития

~60%

Как было сказано ранее в разделе 1.2, активы государственного сектора занимают существенную долю в экономике Казахстана – порядка 60% от ВВП.

При этом, согласно комплексному плану приватизации, доля госсектора к 2020 году должна быть существенно сокращена.

Роль государства на рынке private equity

Ключевая роль государства заключается в создании благоприятных условий инвестирования, то есть в формировании законодательной базы (в том числе, в части налогообложения и защиты прав акционеров), судебно-исполнительной системы, инфраструктуры, норм регулирования финансового сектора, отвечающих реальным рыночным вызовам, а также многих других составляющих.

Для ФПИ в Казахстане государство представлено в следующих категориях:

1. Источники фондирования

Национальные суверенные фонды/Фонды фондов (Национальный фонд Самрук-Казына, ККМ и КазАгро). ККМ выступает основным инструментом инвестирования государства в ФПИ. Ниже будет более подробно описана роль ККМ на рынке ПИ.

2. Инвестиционные цели

Активы, предназначенные для приватизации, а также стрессовые активы на балансе структур Министерства финансов являются потенциальными бизнес-целями для частных ФПИ.

В 2008 году фонд фондов ККМ принял обязательства по инвестированию в 7 фондов прямых инвестиций. Другие частные ФПИ, действующие на территории Казахстана в тот период, имели ограниченные возможности фондирования в силу сложившейся конъюнктуры рынка. Всего с начала деятельности ККМ участвовал в качестве ограниченного партнера в 15 классических ФПИ, имеющих общую капитализацию ~2,6 млрд долларов[50].

[50] *Фонды «KCM Sustainable Development Fund I» и «Eurasian Nurly (Bright) Investment Fund» были созданы в 2019 году*

[51] *По данным на 1 мая 2019 года*

Ключевые наблюдения о фондах ККМ[51]:

- ~2 млрд долларов составили обязательства иностранных и местных инвесторов, остальные ~0,6 млрд долларов – обязательства ККМ
- 14 из 15 фондов имели мандат на инвестирование в Казахстане
- 38 инвестиций на сумму 583 млн долларов было осуществлено в казахстанские активы
- 86% инвестиций со стороны ККМ было направлено в казахстанские активы, 6% – в Китай, 5% – в Россию, остальные 3% – в прочие страны

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Рисунок 21. Капитализация и обязательства фондов ККМ[52]

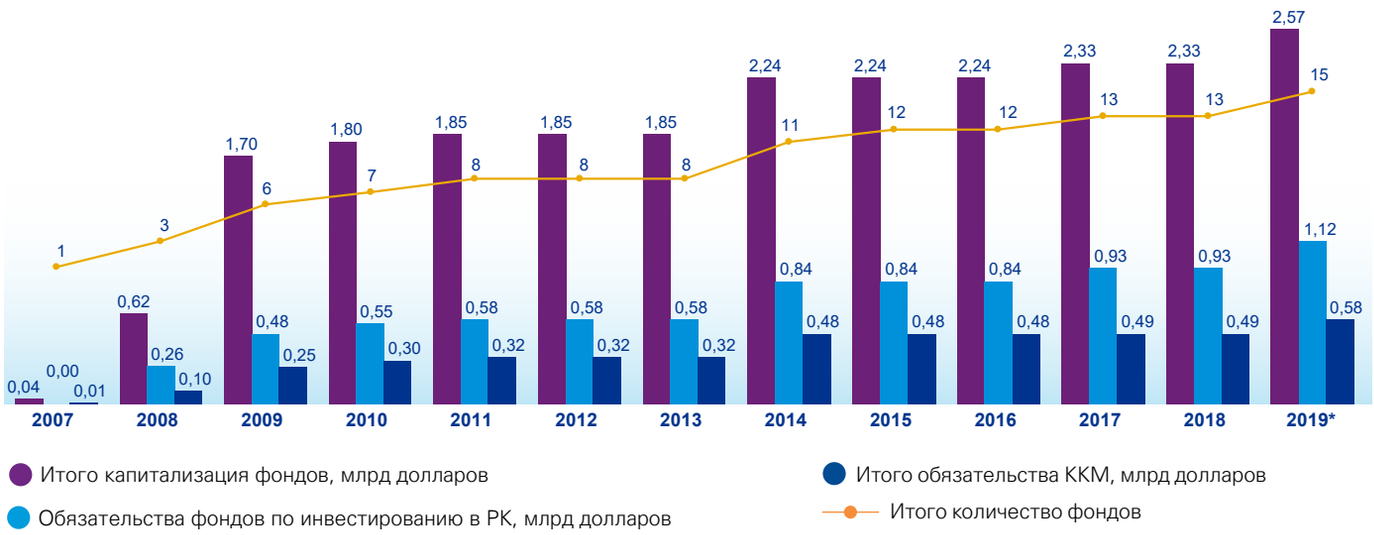


**График отражает накопленные показатели согласно обменному курсу на 1 мая 2019 года*

Рисунок 22. Инвестиции фондов ККМ в казахстанские активы за период 2008–2019 гг.[53]

**График отражает накопленные показатели согласно обменному курсу на 1 мая 2019 года*

На данный момент ККМ является ограниченным партнером в 15 фондах:

— 9 фондов находятся на стадии закрытия/мониторинга, из них 100% фондов имели/имеют международную управляющую компанию (GP);

— 6 фондов осуществляют активную инвестиционную деятельность, из них 1 фонд имеет международную управляющую компанию (GP), а остальные работают под управлением кэптивных команд.

ККМ способствовал развитию в Казахстане местных компетенций по инвестированию в private equity. Инвестиционный фокус фондов был направлен на приоритетные сектора Государственной программы индустриально-инновационного развития (ГПИИР), а также на инфраструктурные и энергетические проекты.

Одной из ключевых задач ККМ как ограниченного партнера (LP) является способствование более активному инвестированию со стороны портфельных фондов с целью эффективного освоения выделенных средств.

[52] *Годовые отчеты ККМ (2008-2017), внутренние данные ККМ. По данным на 1 мая 2019 года*

[53] *Годовые отчеты ККМ (2008-2017), внутренние данные ККМ. Данные на 1 мая 2019 года*

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Международные финансовые институты (МФИ)

Наиболее активными в этой категории в Казахстане были EBRD, ADB, IFC, CDC, FMO и IDB. Фокус международных финансовых институтов направлен на предоставление заемных средств, однако они также выступают источником акционерного капитала, участвуя в бизнесе в качестве миноритарного акционера. Для таких организаций важным параметром при принятии решений об инвестировании является социально-экономический эффект проекта, а также высокая прозрачность и независимость потенциального партнера. Инвестиционный фокус в Казахстане направлен на сектор инфраструктуры, энергетику и финансы.

Таблица 3. Деятельность некоторых МФИ на рынке ПИ Казахстана[54]

НАИМЕНОВАНИЕ И ОПИСАНИЕ	ОТРАСЛИ	ИНВЕСТИЦИИ	СДЕЛКИ (год)[55]
EBRD Инвестиционный механизм, созданный в 1991 году 40 странами и двумя международными организациями для поддержки рыночной экономики и демократии в 34 странах. EBRD вкладывает капитал в частные предприятия, совместно со своими коммерческими партнерами. Осуществляет проектное финансирование банков, предприятий и компаний, вкладывая средства как в новые производства, так и в действующие фирмы. Работает с государственными компаниями в целях поддержки процессов приватизации и структурной реорганизации в них, а также совершенствования коммунального хозяйства. ***Начало деятельности в Казахстане: 1997 год***	Энергетика, финансовые институты, промышленность, торговля и агробизнес, инфраструктура	Количество инвестиций: **254** Общая сумма: 7,7 млрд евро	***Выходы:*** — KazinvestBank (2014) — Qazkom (2014) — ЦАЭК (2019) ***Инвестиции:*** — ЦАЭК (2009) — КазЭкспортАстык (2011); — Hambledon Mining plc (2012); — Шымкентцемент (2014); ***LP в фондах ККМ:*** ACAF, KGF, MRIF, KCRF
IFC Входит в Группу Всемирного банка, является крупнейшим глобальным институтом развития, деятельность которого сосредоточена исключительно на частном секторе развивающихся стран. ***Начало деятельности в Казахстане: 1993 год***	Финансовый сектор, здравоохранение, инфраструктура, транспорт, АПК	Количество инвестиций: **57** Общая сумма: 1 млрд евро	***Выходы:*** — СК Лизинг (2013) — Банк ЦентрКредит (2013, 2017) ***Инвестиции:*** Archimedes Health Developments (2011) ***LP в фондах ККМ:*** ACAF, MRIF
ADB Банк основан в 1966 году. Его главной задачей является стимулировать рост экономики в Азии и на Дальнем Востоке, направляя в эти регионы прямые займы и оказывая техническое содействие. ***Начало деятельности в Казахстане: 1994 год***	Сельское хозяйство, образование, финансы	Количество инвестиций: **113** Общая сумма: 5,0 млрд евро	***LP в фондах ККМ:*** IIF (Islamic Infrastructure Fund)

[54] *Официальные вебсайты / управленческие отчетности EBRD, IFC, ADB. Инвестиции включают в себя предоставление заемного капитала*

[55] *База данных KPMG. Данные о сделках не являются исчерпывающими, подробнее см. Методологию*

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

РОЛЬ МЕЖДУНАРОДНЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТИТУТОВ НА РЫНКЕ PRIVATE EQUITY

Как отмечалось ранее, зарождение рынка private equity в Казахстане фактически было ознаменовано приходом на рынок международных финансовых институтов. Активность МФИ в части осуществления инвестиций в капитал в последние 10 лет приходилась на период до 2014–2015 годов. Уменьшение их инвестиционной активности в первую очередь связано с девальвацией национальной валюты и соответственным увеличением риска снижения нормы доходности местных предприятий в иностранной валюте. Таким образом, на данный момент МФИ имеют крайне консервативную инвестиционную стратегию (equity investments) – минимальный объем инвестиций, как правило, превышает 10 млн долларов, а ожидаемая внутренняя норма доходности (IRR) должна составлять порядка 15-25% в иностранной валюте. Кроме осуществления инвестиций в капитал, МФИ также играют роль одного из основных источников фондирования для ФПИ в Казахстане.

— В 2007 году EBRD и CDC стали инвестором (LP) в первом казахстанском фонде прямых инвестиций – Centras Private Equity Fund.

— Из 15 фондов ККМ выступили со-инвесторами: EBRD – в 4 фондах, IFC – в 2 фондах, а также в CDC, FMO, ADB, IDB – каждый в 1 фонде.

Высокообеспеченные частные лица (family offices)/ бизнес-конгломераты

Как было показано ранее в разделе 1.2, высокообеспеченные частные лица контролируют большую часть активов в Казахстане, поэтому их роль в экономике значительна. Исследованием категории высокообеспеченных частных лиц занимается издательство Forbes Kazakhstan, составляя ежегодный рейтинг «50 самых богатейших бизнесменов года» (далее – Рейтинг).

Топ списка самых богатейших. Следует выделить отдельную категорию – несменяемую пятерку лидеров Рейтинга, относящихся к четырем системообразующим холдинговым структурам: АЛМЭКС, Верный Капитал, ERG и KazMinerals. Доля их активов в общем объеме благосостояния исследуемых лиц колеблется, но в среднем составляет 45% от общего состояния по Рейтингу.

Темп роста суммарного состояния первой пятерки Рейтинга опережал средний темп роста общего благосостояния по Рейтингу на 29 п.п. и составил 38% с 2012 года, имея среднегодовой прирост ~6%. Прежде всего, связано это с тем, что принадлежавшие данным холдинговым структурам активы преимущественно относились к экспортно-ориентированным секторам.

Финансово-промышленные группы/банковские конгломераты. Крупные холдинговые структуры можно отнести и к более общей категории финансово-промышленных групп – бизнес-конгломераты, имеющие кэптивные коммерческие банки. Некоторые из финансово-промышленных групп имеют собственные страховые компании: активы страховых компаний, относящихся к банковским структурам, занимают более 60% от общего объема активов страховых компаний Казахстана, при этом, доля страховых компаний, принадлежащих Евразийской финансовой компании и Холдинговой Группе АЛМЭКС, составляет ~50%. Таким образом, после государства эти холдинговые структуры являются ключевыми провайдерами ликвидности в стране.

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Таблица 4. Деятельность финансово-промышленных групп/банковских конгломератов[56]

БАНК И КЛЮЧЕВЫЕ БЕНЕФИЦИАРЫ	СОСТОЯНИЕ FORBES, МЛРД ДОЛЛ.	ДОЛЯ СОСТОЯНИЯ В РЕЙТИНГЕ	ДОЛЯ ОТ ОБЩЕГО ОБЪЕМА БАНКОВСКИХ АКТИВОВ	ДОЛЯ ОТ ОБЩЕГО ОБЪЕМА СТРАХОВЫХ АКТИВОВ	ДОЛЯ ОТ ОБЩЕГО ОБЪЕМА АКТИВОВ ИНВЕСТ. КОМПАНИЙ	НЕБАНКОВСКИЕ АКТИВЫ ПРЕДСТАВИТЕЛЕЙ[57]
Halyk Bank, Altyn Bank Тимур и Динара Кулибаевы	6,2	**24%**	44,6%	19,6%	29,5%	Кипрос, Холдинговая группа АЛМЭКС, Steppe Capital Pte LTD, Mayfair Investments BV (Nostrum Oil & Gas), Precious Oil Products BV (Каспий Нефть), TOEX B.V. (КазАзот)
RBK Владимир Ким	4,1	**16%**	3,2%			Группа KAZ Minerals: KAZ Minerals PLC, Группа Казахмыс
Forte, Kassa Nova Б. Утемуратов	2,6	**10%**	6,3%		0,9%	Холдинг Верный Капитал: RG Gold, КаР-Тел (Билайн), Sky Mobile, Global Development, Burger King, Ritz-Carlton (Astana, Moscow, Vienna), Glencore
Eurasian Bank А. Ибрагимов	2,3	**9%**	4,1%	27,7%	0,8%	ERG (ТНК Казхром)
Nurbank Р. Сарсенов	0,7	**2,8%**	1,3%	11,2%	0,8%	KSP Steel, Кокше-Цемент, Vita Caspian Reviera, Французский дом, Beautymania, Imperial Home, Дибек, Планета красоты
Bank CenterCredit Б. Байсеитов	0,6	**2,2%**	5,5%		13,7%	Caspian Services Inc, АИФРИ Orient Investments (Тургын уй Карасу)

[56] Данные не являются исчерпывающими и представлены на 1 марта 2019 года. Бенефициары - граждане РК, в соответствии с Рейтингом Forbes

[57] Kase, National Business, Forbes Kazakhstan, анализ KPMG

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

РОЛЬ ВЫСОКООБЕСПЕЧЕННЫХ ЧАСТНЫХ ЛИЦ (FAMILY OFFICES)/ БИЗНЕС-КОНГЛОМЕРАТОВ НА РЫНКЕ PRIVATE EQUITY

Можно отметить, что бизнес-конгломераты, которые представляют высокообеспеченные частные лица, являются основными стратегическими инвесторами на рынке, совершая сделки с активами как между собой, так и с остальным рынком.

Так, например, в 2016 году Кенес Ракишев (№7 Рейтинга) купил КСЖ Grandes у Галимжана Есенова (№19 Рейтинга) и продал 30% долю Magnum Cash and Carry Вячеславу Киму (№21 Рейтинга). К не менее крупным сделкам того периода можно отнести продажу 24,47% Казахтелеком Айгуль Нуриевой (№12 Рейтинга) представителю компании ЦАТЭК – Александру Клебанову (№32 Рейтинга). Дополнительно информацию о сделках см. в следующем разделе.

К 2008 году в Казахстане сформировалась категория профессиональных игроков рынка прямых инвестиций (private equity), представляющих те или иные семейные офисы/бизнес-конгломераты и имеющих наиболее схожую с классическими ФПИ структуру – категория кэптивных ФПИ при семейных офисах/бизнес-конгломератах (далее – FO/PE). К этой категории в Казахстане в разное время относились группы: Verny Capital, Ordabasy, Kaspi Group, Lancaster, Visor, Resmi, Centras, Seimar (Asadel).

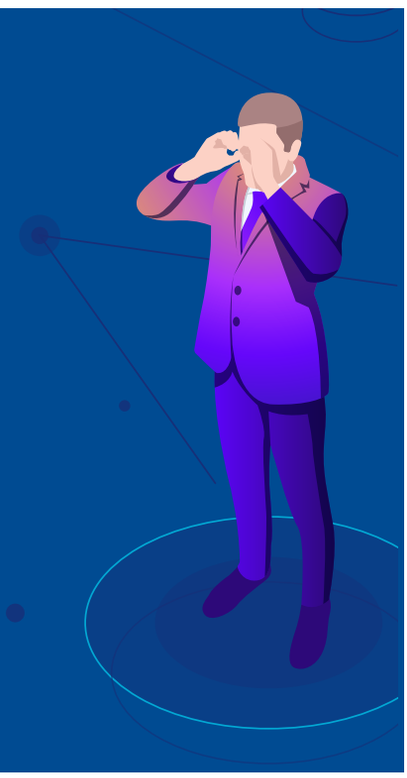


Таблица 5. Кэптивные FO/PE фонды[58]

ГРУППА FO/PE	ОТРАСЛИ	ПОРТФЕЛЬ	СДЕЛКИ (год)[59]
Verny Capital: Булат Утемуратов *Одна из крупнейших групп в Казахстане, специализирующаяся на прямых инвестициях (private equity) в частные компании. Группа основана в 2006 году. Как правило, группа покупает проекты только у частных владельцев, не участвуя в государственных торгах и других формах продажи государственной собственности.* ***Общий размер активов составляет около 4 млрд долларов.***	1) Телеком и медиа 2) Потребительский сектор 3) Производство строительных материалов 4) Недвижимость 5) Природные ресурсы 6) Транспорт и инфраструктура 7) Финансовые услуги	1) 31 Канал, VI Казахстан, Билайн Кыргызстан, Билайн Казахстан, ИнформБЮРО Мегаполис 2) Burger King 3) Южно-Кыргызский Цемент 4) GLobal Development, The Ritz-Carlton Astana, The Ritz-Carlton Moscow, The Ritz-Carlton Vienna, Rixos Borovoe, Astana Property Management 5) RG Gold 6) Сары-Арка Аэропорт 7) Forte Bank, Kassa Nova Bank	***Инвестиции:*** — Altyntau Resources (2006) — Limnotex Developments Ltd (2008) — Метрокомбанк (2010) — Sky mobile (2010) — Orion Minerals (2013) — Альянс банк (2014) — Temirbank AO (2014) ***Выходы:*** — RG Gold, RG Processing (2018) - частичный выход — Торговая галерея Talan Towers (2018) — Казцинк (2012-2013)

[58] *Официальные вебсайты/управленческие отчетности компаний Verny Capital, Ordabasy, Kaspi Group, Lancaster, Visor, Resmi, Centras, Seimar (Asadel), данные Forbes Kazakhstan, KASE, National Business, базы данных KPMG. Данные на 1 марта 2019 года*

[59] *База данных KPMG. Данные о сделках не являются исчерпывающими, подробнее см. Методологию*

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Таблица 5. Кэптивные FO/PE фонды (продолжение)

ГРУППА FO/PE	ОТРАСЛИ	ПОРТФЕЛЬ	СДЕЛКИ (год)
Ordabasy Group: Динмухамет Идрисов, Бахаридин Аблазимов, Ержан Достыбаев *Ordabasy Group – инвестиционный холдинг в Казахстане, успешно работающий на национальном и региональном рынках.* ***Рыночная капитализация инвестиционного портфеля составляет более 1,5 млрд долларов.***	1) Энергетика 2) Нефтегазовый сектор 3) ГМК 4) Финансовые услуги 5) Обрабатывающая промышленность	1) Казахстанские коммунальные системы 2) Ансаган Петролеум 3) Ай-Карааул Майнинг Компани 4) Аманат Иншуранс, Qazaq Banki JSC 5) Актюбинский завод нефтяного оборудования, КазАзот	***Инвестиции:*** — Ordabasy-Nokian Tyres JSC (2008) — Алма-ТВ (2014) — Ай-Карааул (2014) — AltynEx Company (2017) — AES Усть-Каменогорская ТЭЦ, Соргинская ТЭЦ (2018), Taraz GrinPower Genko (2018) ***Выходы:*** — Алма-ТВ (2017) — Матен Петролеум (2014)
Kaspi Group: Виктор Ким, Михаил Ломтадзе *Казахстанский банковский финансовый холдинг, стратегическим партнером которого является международная управляющая ФПИ компания Baring Vostok.*	1) Финансовые услуги 2) Технологии и инновации	1) Kaspi Bank 2) Колеса, Алсеко, Интерфинанс	***Инвестиции:*** — Колеса (2013) — Alseko (2015) — Kaspi.kz (2015)
Lancaster Group: Берик Каниев, Юрий Пак *Lancaster Group — многопрофильная холдинговая компания в Казахстане, созданная в начале 2000-х годов. Инвестируя в различные отрасли экономики, компания создает совместные предприятия с крупными международными операторами.*	1) Нефтегазовый сектор 2) ГМК 3) Транспорт и инфраструктура 4) Другое (фармацевтика, медиа)	1) «ЕР САЙ Каспиан Контрактор», SITEK Caspian, DSL Caspian 2) Tin One Mining (бывшее АО «Сырымбет») 3) Senko-Lancaster Silk Road Logistics 4) Abdi Ibrahim Global Pharm, РТС Деко	***Инвестиции:*** — Kun Renewables (2017) — Aziya Teniz Group (2017) ***Выходы:*** — Карповский Северный (2011) — Kazinvestbank (2016)
Visor: Айдан Карибжанов *Инвестиционный холдинг VISOR начал свою активную деятельность в начале 2000-х. Фокус группы был сосредоточен на финансовом секторе (инвестиционный банкинг). Компания осуществила ряд успешных сделок с зарубежными активами.*	1) Технологии и инновации 2) Энергетика 3) Нефтегазовый сектор 4) Обрабатывающая промышленность 5) Телеком и медиа 6) Ритейл	1) iQ-Solutions и iQS Engineering 2) Ветровые электростанции: Шокпарская, Софиевская и Аркалыкская. 3) Тенгиз Сервис 4) Химфарм, СНГ: United Cement Group 5) Нур-Телеком 6) Народный	***Инвестиции:*** — Turkcell (2009) — МангыстауМунайГаз (2010) ***Выходы:*** — Ncell (2008, 2015) — Visor Holding (2017)

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Таблица 5. Кэптивные FO/PE фонды (продолжение)

ГРУППА FO/PE	ОТРАСЛИ	ПОРТФЕЛЬ	СДЕЛКИ (год)
Resmi: Кайрат Мажибаев, Еркин Кошкинбаев *Компания по управлению инвестициями RESMI является диверсифицированной инвестиционной группой, основная деятельность которой направлена на ориентированные на потребителя сектора Казахстана и Средней Азии с 1994 года.* ***Текущий портфель с доходом более 300 млн долларов и штатом свыше 2 000 человек.***	1) Потребительский сектор (продукты питания и напитки) 2) Финансовые услуги 3) Недвижимость и строительство	1) RG Brands 2) Инвестиционный финансовый дом RESMI 3) Акционерный инвестиционный фонд недвижимости «Великая Стена»	***Инвестиции:*** — Экотон + (2016) ***Выходы:*** — ООИУПА Орлеу (2009) — Пенсионный фонд Коргау (2009) — Пенсионный Фонд Республика (2011) — Innova Investment (2015)
Centras: Ельдар Абдразаков *История Centras Group началась в 2004 году. С 2004 года группа управляла венчурным фондом, созданным совместно с НАТР. В 2007 году группой был создан первый публичный private equity фонд в Казахстане, привлекший институциональных инвесторов (CDC, EBRD).* ***Капитал фонда составлял 42,5 млн долларов.***	1) Финансовые услуги (страхование, управление активами, венчурные инвестиции) 2) Другое	1) Коммеск-Омир, Сентрас Иншуранс, Сентрас Секьюритиз, венчурный фонд Сентрас, микрофинансовая организация Сентрас Кредит 2) Юридическая компания iLEX, медицинский центр SOS Medical Assistance	***Инвестиции:*** — Коммеск-Омир (2007) ***Выходы:*** — Казахстанско-Американский реабилитационный центр (2017)
Seimar Investment Group, Asadel Partners: Маргулан Сейсембаев *Группа имеет более 20 лет опыта в сфере инвестиций. До 2008 года инвестиционная группа Маргулана Сейсембаева совершала крупные сделки в телекоммуникационном, банковском секторах в Казахстане и за его пределами (в том числе, выход «Альянс Банка» на IPO и продажа «Вымпелком»).*	1) Сельское хозяйство 2) Другое	Bloombees, Pipeline Capital Partners, Tripping, Karmic Labs, Map Jam, Ranker, Game Salad, SkyWard, Lemonade, Inventables, Teneleven Ventures, Ping Identity, Digital Shadows, Countertack, Cylance, Hexadite, Payout, Adnry Advisory	***Инвестиции:*** — Fresh Fruits Kazakhstan, Astana Fruits (2015) — Алель Агро (2016) ***Выходы:*** — ФинансКредитБанк (2009) — Старбанк ЗАО (2010) — Алель Агро (2017)

Таким образом, высокообеспеченные частные лица (family offices)/бизнес-конгломераты для ФПИ в Казахстане представлены в следующих категориях:

1. **Источник фондирования** преимущественно для кэптивных FO/PE команд. Иногда бизнес-конгломераты участвуют в качестве инвестора (LP) в классических ФПИ: например, Ordabasy в Falah Growth Fund, АЛМЭКС в Almex Baiterek Fund.
2. **Инвестиционные цели.** Некоторые активы семейных офисов могут являться инвестиционными целями для ФПИ, однако в случае входа ФПИ в качестве миноритарного акционера могут возникать сложности с влиянием ФПИ на управление компанией.
3. **Выход.** В Казахстане высокообеспеченные частные лица (family offices)/бизнес-конгломераты являются основными частными источниками ликвидности (за исключением МФИ). Таким образом, они могут являться стратегическими инвесторами, а в случае кэптивного FO/PE фонда – возможностью для вторичного выкупа (secondary buyout).

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Классические ФПИ

К категории классических ФПИ в Казахстане относятся фонды, управляемые местными или международными GP, представленные ранее в таблице 2. В свою очередь, классические ФПИ можно разделить на две категории: финансируемые квазигосударственными холдингами (таблица 6) и независимые ФПИ (таблица 7).

1. Финансируемые квазигосударственными холдингами (КазАгро и ККМ)
2. Независимые ФПИ[60]

Финансируемые квазигосударственными холдингами[61]:

— ***Активные:*** Kazakhstan "Silk Road" Agriculture Growth Fund (CEECAT), Baiterek Venture Fund, DBK Equity Fund, Almex-Baiterek Fund, KCM Sustainable Development Fund I, Kazakhstan Infrastructure Fund (Verno Capital), Eurasian Nurly (Bright) Investment Fund.

— ***Другие:*** Aureos Central Asia Fund, Islamic Infrastructure Fund (CapAsia), Kazakhstan Capital Restructuring Fund (CEECAT бывш. ADM), Kazakhstan Growth Fund (CEECAT), CITIC Kazyna Investment Fund I (CITIC Capital), Macquire Russia and CIS Infrastructure Fund (Macquire Infrastructure and Real Assets), Wolfensohn Capital Partners (JDW Partners), Falah Growth Fund (Al Falah Capital Partners), Российской-Казахстанский фонд нанотехнологий (VTB Capital I2BF Innovation Partners).

За прошедшие 10 лет фонды ККМ, имеющие общую капитализацию ~2,6 млрд долларов, являлись основным представителем классических ФПИ в Казахстане:

— 10 из 15 фондов находились под управлением международных управляющих компаний (GP);

— 11 из 15 фондов имели в качестве ограниченного партнера (LP) международные финансовые институты и/или других внешних инвесторов;

— 9 из 15 фондов ККМ завершают срок существования в следующие 4 года (2019–2022 гг.).

На данный момент активную инвестиционную деятельность в Казахстане осуществляют всего 6 фондов ККМ (ABF, BVF, DBK Equity Fund, KIF, KCM SDF I, ENIF) и 1 фонд КазАгро (Kazakhstan "Silk Road" Agriculture Growth Fund):

Общая капитализация квазигосударственных фондов составляет ~575,6 млн долларов

>95% Фонды имеют существенную долю казахстанского участия в качестве LP (свыше 95%) и управляются кэптивными командами (за исключением созданного в конце апреля фонда ENIF совместно с китайскими инвесторами)

Отраслевой фокус направлен на обслуживание приоритетных отраслей: ГПИИР, АПК, Инфраструктура

[60] *К независимым ФПИ, осуществлявшим инвестиции в Казахстане, относятся фонды/управляющие, созданные как структуры не имеющие прямой аффилированности с теми или иными казахстанскими семейными офисами/бизнес-конгломератами и государством*

[61] *В скобках после названия фонда указывается название управляющей компании (при наличии)*

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Таблица 6. Активные классические ФПИ, финансируемые квазигосударственными фондами[62]

ФОНД	ОТРАСЛЕВОЙ МАНДАТ	ДОЛЯ ККМ	ОБЪЕМ, МЛН ДОЛЛ.	ИСТОЧНИК КАПИТАЛА	СДЕЛКИ[63]/ИНФОРМАЦИЯ
1. Kazakhstan Infrastructure Fund C.V. **GP: Verno Capital**	Инфраструктура	95,2%	105	ККМ	ЦАЭК, KIF Warehouses (Хоргос)
2. Baiterek Venture Fund (BVF)*	Приоритетные отрасли ГПФИИР	100%	102,5	ККМ	ЦАЭК, ГК Аллюр, Mining Chemical Company, Sachiko-Olzha Products, ARP Company, Aitas KZ, ЦАТЭК Green Energy, Астана Газ, Baikonur Solar
3. DBK Equity Fund CV. (DBK EF) **GP: BV Management**	Проекты «Банк Развития Казахстана», «БРК-Лизинг»	3%	88,4	ККМ, БРК	TengizTransGroup, ЦАТЭК Green Energy
4. Almex-Baiterek Fund (ABF)*	АПК, пищевая промышленность и иные приоритетные отрасли ГПИИР	7%	1,2	ККМ, Алмэкс Проект	В январе 2018 года ККМ снизило свою долю участия в фонде до 7%
5. Kazakhstan "Silk Road" Agriculture Growth Fund (KAGF) **GP: CEECAT**	АПК	-	40	Hungarian EximBank, КазАгро	Тепличный комплекс: Green Capital Kazakhstan, Яблоневые сады, Молочно-товарная ферма
6. KCM Sustainable Development Fund (KCMSDF I) **GP: BV Management**	Приоритетные отрасли экономики	100%	26,4	ККМ	Фонд запущен 12 апреля 2019 года, текущих проектов на данный момент нет
7. Eurasian Nurly (Bright) Investment Fund (ENIF)	Широкий отраслевой мандат, включая инфраструктуру, переработку природных ресурсов, логистику, ИТ, обрабатывающую промышленность и АПК	14%	212,1	ККМ, CITIC Group, Asia Investment Finance Group Limited, China Bosen, SSOG	25 апреля 2019 года на Казахстанско-Китайском круглом столе по инвестиционному сотрудничеству в г. Пекин были подписаны документы первого закрытия фонда на сумму 212,1 млн долларов. Планируемый целевой размер создаваемого фонда составит до 500 млн долларов.

*Примечание: * - фондом управляет кэптивная команда*

[62] *Официальные веб-сайты фондов, Годовые отчеты ККМ (2008–2017 гг.), внутренние данные ККМ, открытые данные. Данные на 1 мая 2019 года (по курсу на 1 мая 2019 года)*

[63] *База данных KPMG. Данные о сделках не являются исчерпывающими, подробнее см. Методологию*

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Независимые ФПИ[64]:

— ***Управляемые местными (казахстанскими) командами:*** Tau Capital PLC, Kazakh Compass Fund, Stichting RCG Netherlands (CRG fund), Falconry;

— ***Другие фонды:*** Resources Capital Fund, SigmaBleyzer, TPG Capital, Spring Capital Asia, PPF Investments, Phoenician Offshore Fund, TRG Growth Partners, Eagle Kazakhstan Fund, AIG Silk Road Fund, CVCI Growth Fund I, East Capital Financials Fund, Great Circle Fund, фонды управляемые Baring Vostok Capital Partners.

*Примечание: * - Данные о сделках не являются исчерпывающими, подробнее см. Методологию*

[64] ФПИ, осуществлявшие транзакции с 2000 года

За период 2008–2018 гг. транзакции с казахстанскими активами осуществляли **12 из 23 выявленных независимых ФПИ**.

РЕЗУЛЬТАТЫ ЗА 10 ЛЕТ*:

20 инвестиций ▶ 19% от общего количества сделок ПИ в Казахстане

Общая сумма инвестиций на территории Казахстана составила ▶ ~400 млн долларов ▶ (170 млн долларов – сделка по покупке Emir Oil)

Отраслевой фокус независимых ФПИ был преимущественно направлен на традиционные сектора ▶ ГМК, Нефтегаз, Финансы

6 выходов на общую сумму ▶ ~1,8 млрд долларов ▶ (1,6 млрд долларов – выход PPF Investments из Oriel Resources Limited, 155 млн долларов – частичный выход TPG Capital из Emir Oil)

Таблица 7. Активные классические независимые ФПИ[65]

ФОНД	ОПИСАНИЕ	ОТРАСЛИ	ГЕОГРАФИЯ	ОБЪЕМ**, МЛН ДОЛЛ.	ИНВЕСТИЦИИ
1. Фонды Baring Vostok Capital Partners (BVCP)	Крупнейший классический ФПИ, действующий на территории СНГ	Широкая специфика	Россия и СНГ	413	— Caspian Gas Corp (2006) — Банк Каспийский – Kaspi (2007) — Жаикмунай (2009) — Kolesa (2014)
2. Resources Capital Fund (RCF)	Американский частный акционерный фонд, специализирующийся на добыче полезных ископаемых	Природные ресурсы / ГМК	По всему миру	3600	RG Gold (2018)
3. Stichting RCG Netherlands (CRG Global Resources Fund)	RCG является специализированной фирмой по управлению частными инвестициями в секторе природных ресурсов	Природные ресурсы / ГМК	Казахстан и ЦА	~30	~8 инвестиционных проектов BAST (2012) Irtysh Polymetal (2014)
4. Falconry	Казахстанский ФПИ, созданный частными инвесторами	Широкая специфика	Казахстан, Россия	20	Shoes Republic (2016)

*Примечание: ** - Объем фонда Baring Vostok Private Equity III*

[65] Официальные веб-сайты фондов, Годовые отчеты ККМ (2008–2017 гг.), внутренние данные ККМ, открытые данные, база данных KPMG. Данные представлены на 1 марта 2019 года

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Другие наблюдения:

— Независимым фондам, управляемым международными GP и инвестировавшим в Казахстане, свойственны закрытость и точечный подход к инвестированию в Казахстане (отсутствие регулярных инвестиций в казахстанские активы)

— В связи с затяжной кризисной ситуацией, с 2008 года классических независимых фондов с местной управляющей компанией (GP) было не так много. Можно отметить гибридный фонд Tau Capital PLC с управляющей компанией Compass Management, который осуществил около 4-х инвестиций за период 2008–2010 гг.

— Насколько известно, на данный момент в Казахстане функционирует ограниченное количество независимых ФПИ с местной управляющей компанией, ведущих инвестиционную деятельность. К этой категории можно отнести всего 2 небольших фонда при управляющих компаниях Falconry и RCG. Данные фонды отличаются спецификой инвестиций преимущественно в компании МСБ

Анализируя рисунок 23, можно видеть, что на данный момент фокус классических ФПИ в Казахстане направлен на инвестиции от 1–5 млн долларов и выше.

~625,6 млн долларов

Общая капитализация 9 активных фондов составляет ~625,6 млн долларов, из которых 575,6 млн долларов – капитализация 7 фондов, финансируемых квазигосударственными холдингами.

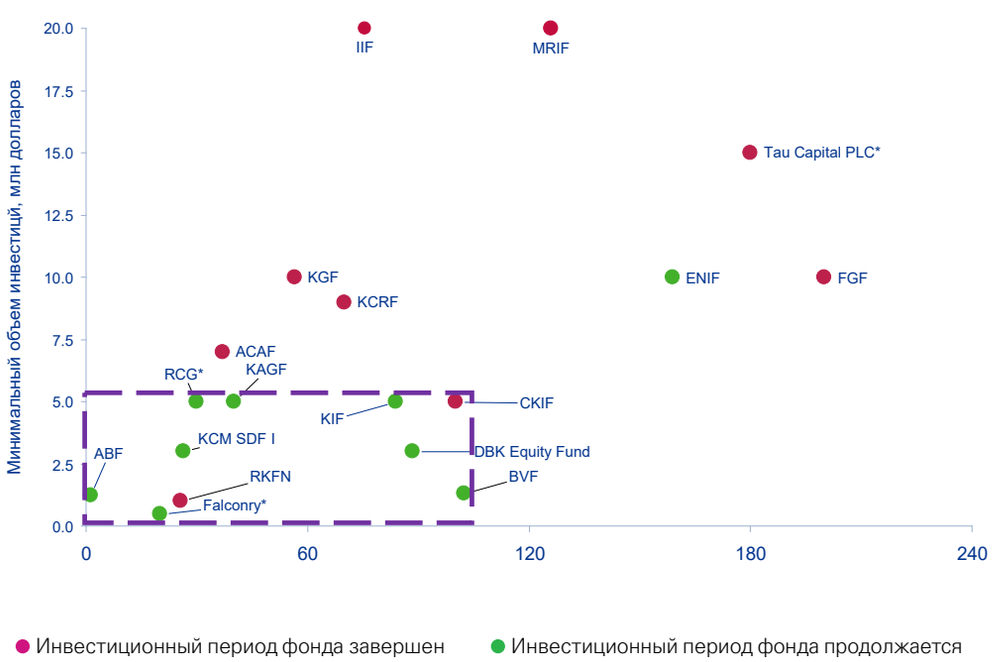
3 фонда, инвестирующих от 5 млн долларов в Казахстане, имеют четкую отраслевую направленность (за исключением фонда ENIF, имеющего широкий отраслевой мандат):

RCG – горнометаллургический комплекс

KIF – инфраструктура

KAGF – сельское хозяйство

Рисунок 23. Распределение ФПИ, имеющих мандат на инвестирование в Казахстане[66]



[66] *Официальные вебсайты / управленческие отчеты фондов, открытые данные*

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

В Казахстане за **последние 10 лет** осуществляли транзакции около **28 классических ФПИ**, 16 из которых являются квазигосударственными, 3 – независимыми местными, а остальные 9 – частными международными фондами.

Инвестиции международных фондов имели точечный характер.

Управляющие фондами были преимущественно представлены **международными GP** – из 28 фондов под управлением местных GP находилось всего 7.

На данный момент активную инвестиционную деятельность в Казахстане осуществляют всего **9 инвестиционных компаний**, работающих по принципу классических ФПИ: 7 квазигосударственных (ABF, BVF, DBK Equity Fund, KIF, KCM SDF, ENIF, KAGF) и 2 независимых частных ФПИ (фонды, управляемые RCG и Falconry).

9 семейных офисов/бизнес-конгломератов имели схожую с ФПИ структуру (FO/PE).

Следует отметить, что по всем категориям наблюдается определенная ограниченность в сравнении с международными практиками:

— Основными **источниками фондирования** для казахстанских ФПИ являются фонды фондов (ККМ и КазАгро), международные финансовые институты (EBRD, IFC, CDC и др.) и, в меньшей степени, высокообеспеченные частные лица (family offices)/бизнес-конгломераты, но не институциональные инвесторы, такие как пенсионные фонды/страховые компании.

— Государственные компании, выставленные в рамках программ приватизации, проблемные банковские активы, а также активы семейных офисов могут служить **инвестиционными целями** для ФПИ. В связи с девальвацией национальной валюты стоимость активов уменьшилась, поэтому сделки в этой части могут быть еще более выгодными в случаях, когда компания имеет экспортный потенциал. В то же время наблюдается большая диспропорция в распределении капитала между государством, ограниченным кругом высокообеспеченных частных лиц и остальным населением страны, что является одним из факторов, влияющих на отсутствие достаточного количества компаний средней капитализации и низкой активности на фондовом рынке.

— **Возможности для выхода (ключевые инвесторы на рынке).** Фонд Национального Благосостояния «Самрук-Казына» является активным инвестором в крупные проекты, преимущественно с целью поддержки международных инвесторов и крупных национальных компаний. Международные финансовые институты также являются инвесторами в крупных проектах (свыше 10 млн долларов), имеющих положительные перспективы роста и потенциальный социально-экономический эффект. В то же время к текущему моменту на рынке сформировался ряд местных стратегических инвесторов, представленных компаниями, принадлежащими высокообеспеченным частным лицам (family offices)/бизнес-конгломератам. Данные структуры имеют специфику инвестирования в активы, имеющие синергетический эффект с портфельными компаниями. Более подробно про остальные возможности для выхода будет рассказано в следующем разделе.

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

3.3 АНАЛИЗ АКТИВНОСТИ НА РЫНКЕ M&A ЗА ПЕРИОД 2008–2018 ГГ.

В среднем в год в Казахстане осуществляется 122 сделки M&A объемом порядка 4,8 млрд долларов, что составляет ~2,8% от ВВП.

Следует отметить непрозрачность данного рынка, особенно в части раскрытия объема сделок – за 10 лет доля нераскрытых по объему сделок составляет в среднем до 47% от общего количества (подробнее см. в приложении 3).

Очевидна корреляция между экономической ситуацией в стране и объемом сделок M&A:

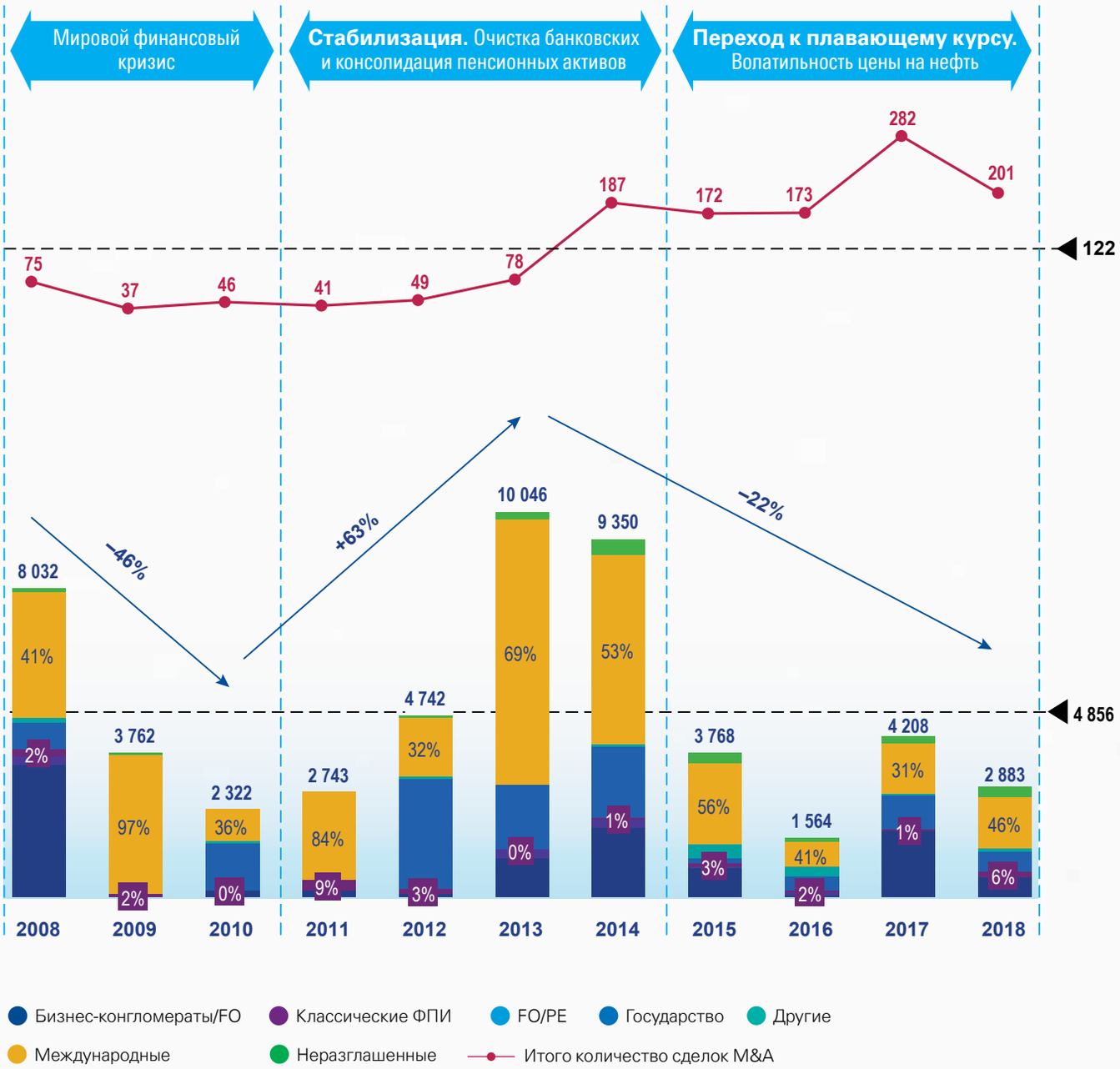
— В период мирового финансового кризиса (2008–2010 гг.) объем рынка M&A значительно снижался с 8 до 2,3 млрд долларов (в среднем, -46% ежегодно), количество сделок уменьшилось с 75 до 46 (-39%);

— С 2010 по 2013 гг. происходило восстановление экономики – среднегодовой прирост номинального ВВП в долларах составил +17%, при этом прирост объемов M&A составил +63% ежегодно. Объем сделок M&A увеличился в ~4 раза, а их количество в ~2 раза;

— Период с 2013 по 2018 год характеризовался высокой волатильностью цен на природные ресурсы (в том числе на нефть), а в связи с переходом к плавающему курсу и обесценением национальной валюты среднегодовой прирост номинального ВВП в долларах был равен -7%, для M&A показатель CAGR оказался равным -22% в год. В то же время среднее количество сделок за период составило 203 сделки в год и имело тренд к увеличению с показателем CAGR, равным +2% в год. Одним из ключевых драйверов роста количества сделок послужила программа приватизации государственных активов.

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Рисунок 24. Динамика количества и объемов сделок M&A в Казахстане в разрезе по видам инвесторов, млн долларов

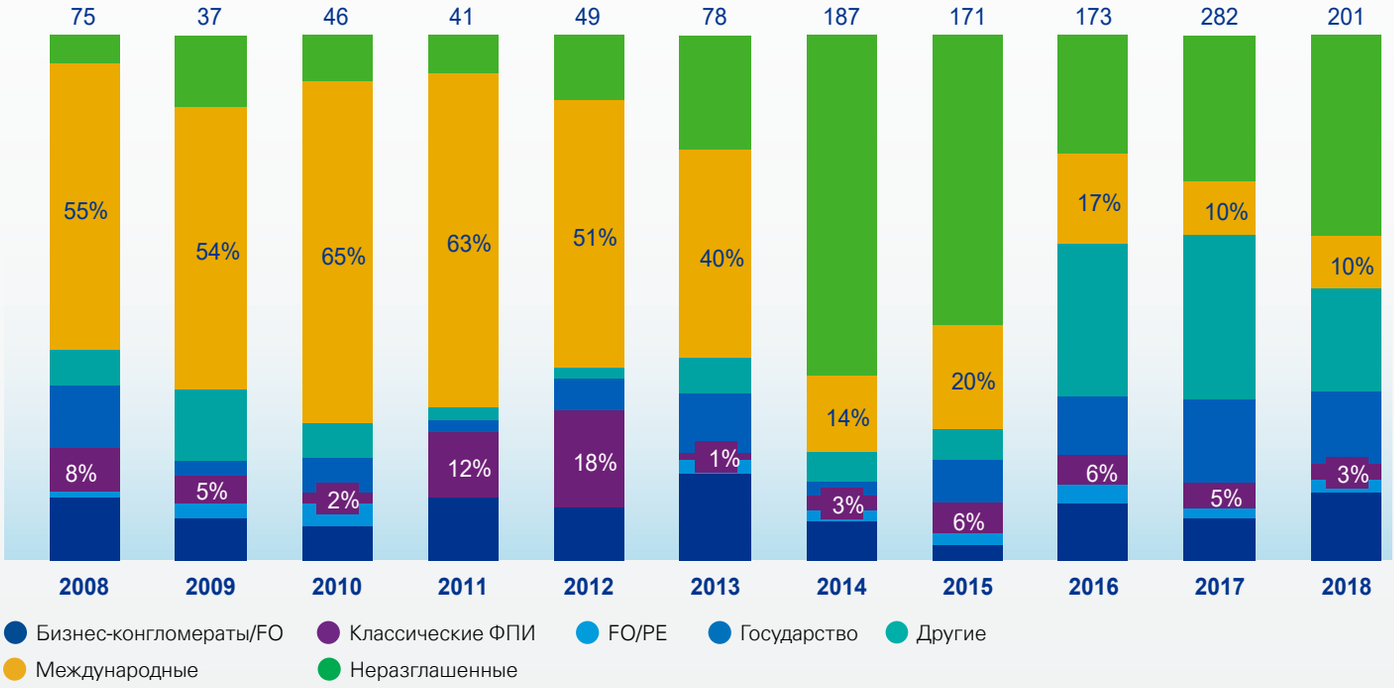


Источник: База данных KPMG

Из рисунка 25 можно заметить, что, начиная с 2014 года значительно снизилось количество сделок с участием международных инвесторов на рынке M&A. Если до 2014 года их доля в среднем составляла 55%, то за последние 4 года их средняя доля составила 14%, что в первую очередь связано с увеличением количества сделок за счет нераскрытых инвесторов, чья доля за год (с 2013 по 2014 гг.) выросла на 43 п.п. В долларовом эквиваленте изменение оказалось не столь критичным – с 60% до 46%, что свидетельствует о том, что в этот период наблюдался определенный спад активности со стороны международных инвесторов.

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Рисунок 25. Динамика количества сделок M&A в Казахстане в разрезе по видам инвесторов



53,4 млрд долларов

Таким образом, за прошедшие 10 лет на рынке M&A было осуществлено порядка 1340 сделок на общую сумму в 53,4 млрд долларов, или ~3% от ВВП ежегодно.

Как видно из рисунка 26, основным игроком на рынке M&A были международные инвесторы – их доля в количестве составила 23,4%, а в объеме – 54,1%. Также существенными являлись инвестиции с участием государства, его доля в объеме составила 19,1%, а в количестве – 10,2%.

Доли классических ФПИ и FO/PE оказались самыми меньшими – 3,3% в объемах, 7,3% в количестве.

С точки зрения отраслевой направленности, ключевую долю в объеме занимали M&A сделки, связанные с традиционными секторами – нефтегазовый сектор, ГМК и финансовые услуги. В среднем ежегодно 69% объема всех сделок приходилось на эти 3 сектора, из них 32% – нефтегазовый сектор, 21% – ГМК и 15% – финансовые услуги.

Рисунок 26. Общее количество и объем сделок M&A в Казахстане за период 2008–2018 гг. в разрезе по видам инвесторов

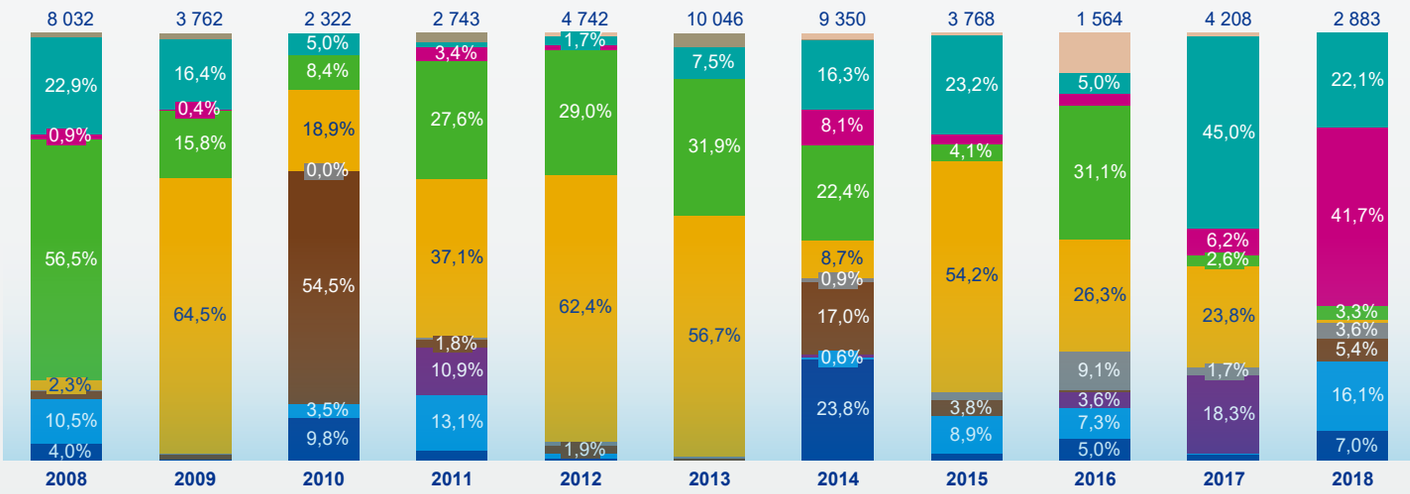
Источник: База данных KPMG

Сделки в традиционных отраслях также занимают значительную долю в общем количестве сделок M&A, однако не столь существенную – всего 38% от всех сделок ежегодно, где 8% – это нефтегаз, 12% – ГМК и 18% – финансовые услуги. Причем, если в период с 2008 по 2013 гг. средняя доля традиционных секторов была равна 49% ежегодно, то, начиная с 2014 года, этот показатель уменьшился почти в 2 раза и держался на уровне 25% ежегодно, что в значительной степени связано с волатильностью цен на нефть и металлы.

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

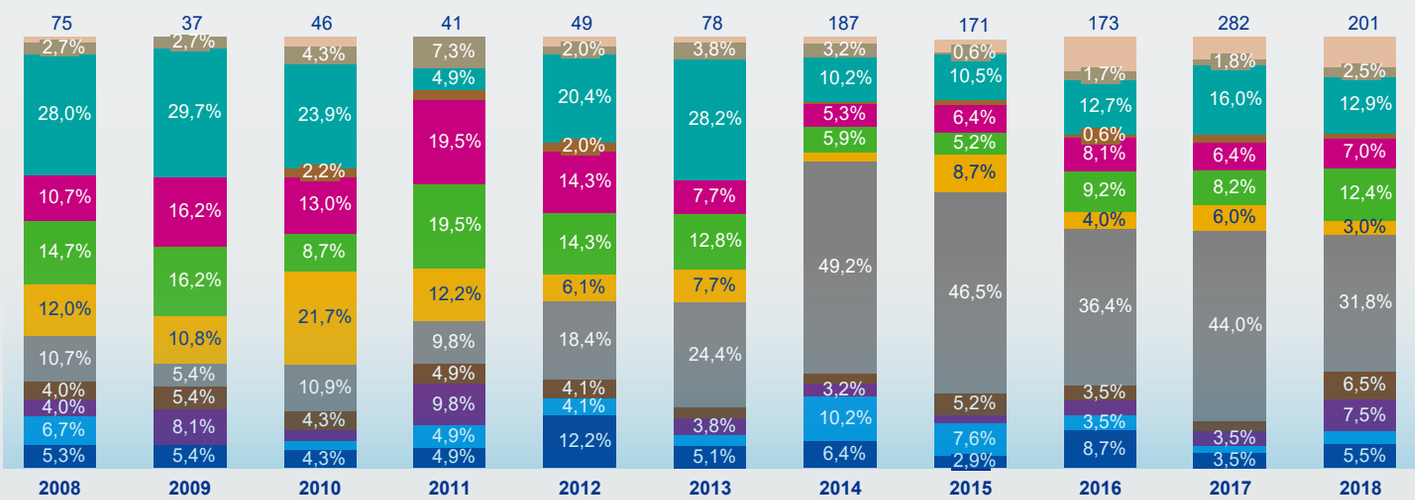
В среднем ежегодно	Нефтегаз	ГМК	Финансовые услуги
69% ОТ ОБЪЕМА ВСЕХ M&A СДЕЛОК	32%	21%	15%
38% ОТ КОЛИЧЕСТВА ВСЕХ M&A СДЕЛОК	8%	12%	18%

Рисунок 27. Динамика объемов сделок M&A в Казахстане в разрезе отраслей, млн долларов



Источник: База данных KPMG

Рисунок 28. Динамика количества сделок M&A в Казахстане в разрезе отраслей



- Сельское хозяйство
- Потребительский сектор
- Финансовые услуги
- Инновации и технологии
- Производство
- ГМК
- Нефтегазовый сектор
- Другое
- Энергетика
- Недвижимость и строительство
- Телекоммуникации и медиа
- Транспорт и инфраструктура

Источник: База данных KPMG

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

3.4 ФАНДРЕЙЗИНГ ФПИ И ОСВОЕНИЕ СРЕДСТВ ИНВЕСТОРОВ

Как отмечалось ранее, специфика рынка Казахстана заключается в том, что основными игроками на рынке прямых инвестиций являются две ключевых категории – классические ФПИ и кэптивные ФПИ при семейных офисах (FO/PE).

КЛАССИЧЕСКИЕ ФПИ в период с 2008 по 2018 гг. представлены преимущественно **квазигосударственными фондами** (фонды ККМ и КазАгро). За 10-летний период существования ККМ было создано 15 фондов с общей капитализацией ~2,6 млрд долларов, при этом доля средств, выделенных ККМ в фонды, составила порядка 0,58 млрд долларов, или ~22% от общей капитализации 15 фондов. Основная часть фондов ККМ была создана до 2011 года (8 из 15 фондов ККМ), которые привлекли фондирование на общую сумму 1,8 млрд долларов.

Как упоминалось ранее, основными соинвесторами в квазигосударственных фондах выступали международные финансовые институты: EBRD в 4 фондах, IFC в 2 фондах, а также в CDC, FMO, ADB, IDB каждый в 1 фонде.

Стоит отметить, что к концу 2015 года завершилась инвестиционная фаза большинства фондов, созданных совместно с другими независимыми ограниченными партнерами (LP), остальные фонды имели высокую долю казахстанского участия (за исключением ENIF). Снижение активности со стороны внешних инвесторов обусловлено, в первую очередь, девальвацией национальной валюты.

Частные независимые фонды имеют достаточно непрозрачную структуру. Неизвестно какой объем фондирования получали частные независимые фонды по годам, однако, по данным из открытых источников, за последние 10 лет на рынке Казахстана появилось всего 3–4 фонда низкой капитализации (до 20 млн долларов).

КЭПТИВНЫЕ ФПИ ПРИ СЕМЕЙНЫХ ОФИСАХ (FO/PE). Согласно публично доступной информации, за прошедшие 10 лет фонды данной категории не привлекали независимых со-инвесторов или ограниченных партнеров (LP), а действовали исключительно за счет внутренних средств основных акционеров.

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

3.5 ДИНАМИКА СОВОКУПНОГО ОБЪЕМА ОСУЩЕСТВЛЕННЫХ ПРЯМЫХ ИНВЕСТИЦИЙ В КАЗАХСТАНЕ ЗА 2008–2018 ГГ.[67]

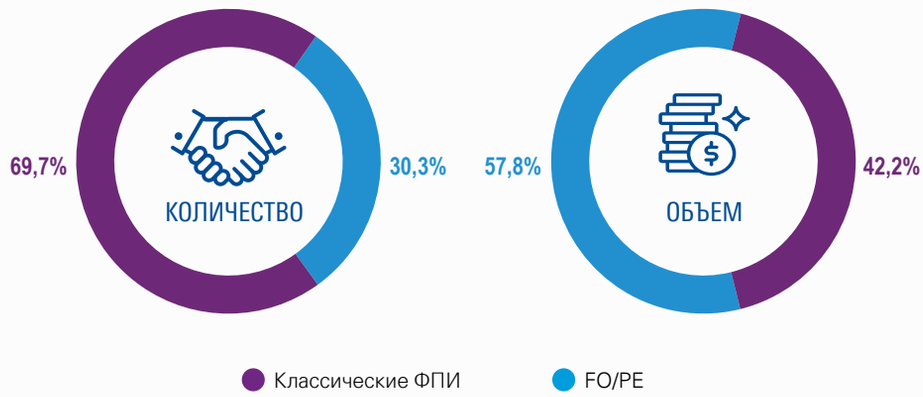
1,8 млрд долларов

За 10 лет было осуществлено порядка 100 сделок ПИ в казахстанские активы на общую сумму, равную 1,8 млрд долларов.

Таким образом, ежегодно осуществлялось в среднем ~9 сделок на общую сумму 160 млн долларов, что в среднем составляло ~3,7% от объемов рынка M&A и ~0,07% от ВВП[68].

При этом 69,7% всех сделок приходилось на сделки классических ФПИ, в то время как 57,8% от объема занимали сделки FO/PE (рисунок 29).

Рисунок 29. Совокупный объем и количество сделок ПИ в Казахстане за период 2008-2018 в разрезе по видам ФПИ



Источник: База данных KPMG

За прошедшие 10 лет можно отметить ряд ярких сделок, осуществляемых ФПИ (таблица 8). Так, например, в 2011 году всемирно известный фонд TPG Capital осуществил инвестицию на 170 млн долларов в казахстанский актив – Emir Oil через одну из своих портфельных компаний – китайский нефтегазовый холдинг MIE Holdings[69].

[67] *При оценке совокупного объема рынка и динамики рассматриваются инвестиции фондов в казахстанские активы. Подробнее см. Методология*

[68] *Номинальный ВВП в долларах*

[69] *Bain & Company GLOBAL PRIVATE EQUITY REPORT 2012*

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Таблица 8. Список ключевых ПИ в казахстанские активы за период 2008–2018 гг.[70]

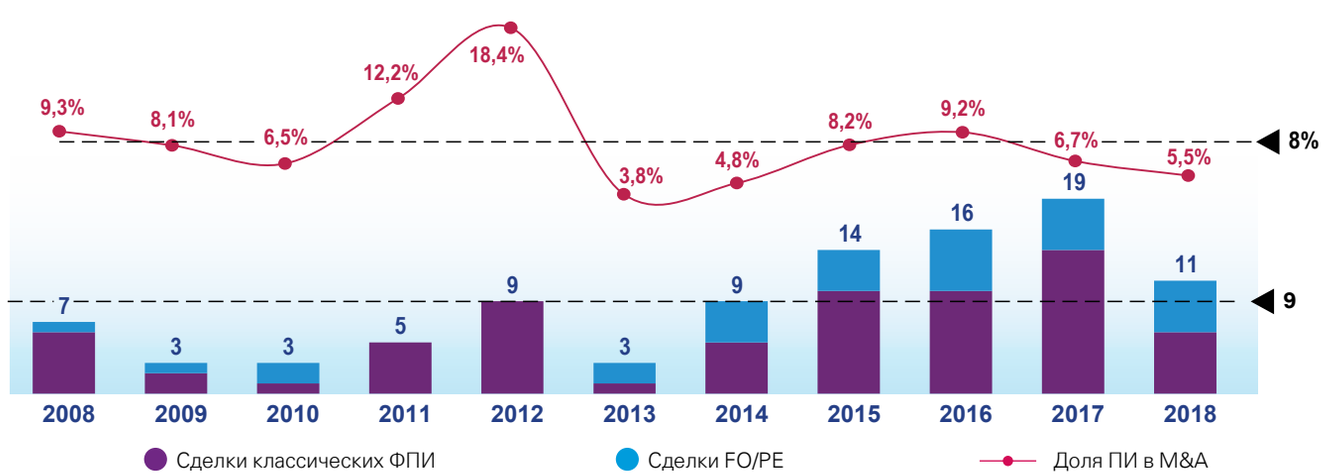
ОБЪЕКТ СДЕЛКИ	СЕКТОР	ПОКУПАТЕЛЬ	СУММА СДЕЛКИ (МЛН ДОЛЛ.)
2008			
Ordabasy-Nokian Tyres	Транспорт и инфраструктура	Ordabasy	235,0
Asem-Ai	Потребительский сектор	SigmaBleyzerInvestment Group	77,0
Digital TV	Телекоммуникации и медиа	Tau Capital	39,4
ТенизСервис	Нефтегазовый сектор	Tau Capital	28,5
Zhaikmunai (Nostrum Oil & Gas)	Нефтегазовый сектор	Baring Vostok Capital Partners	н/д
2009			
ЦАЭК	Энергетика	EBRD	47,3
2010			
Lucent Petroleum	Нефтегазовый сектор	Tau Capital	н/д
Метрокомбанк	Финансовые услуги	Verny Capital	н/д
2011			
Emir Oil	Нефтегазовый сектор	MIE Holdings (TPG Capital)	181,9
ЦАЭК	Энергетика	Islamic Infrastructure Fund	50,0
2012			
Karaganda Power Center	Энергетика	Falah Growth Fund	50,0
Алсад Казахстан	Другое	Falah Growth Fund	23,0
Caspian Development CS	Другое	KCRF	20,7
Olzha	Транспорт и инфраструктура	CITIC Kazyna Investment Fund	17,0
2013			
Orion Minerals	ГМК	Kazzinc, Verny Capital	205,9
2014			
Темир банк	Финансовые услуги	Verny Capital	195,4
Chaplin cinema	Другое	KCRF	19,8
kolesa.kz	Инновации и технологии	Baring Vostok Capital Partners	14,5
Alma-TV	Телекоммуникации и медиа	Ordabasy Group	н/д
2015			
ЦАЭК	Энергетика	Kazakhstan Infrastructure Fund	30,0
Primejet	Транспорт и инфраструктура	Kazakhstan Infrastructure Fund	25,0
Fresh Fruits Kazakhstan	Сельское хозяйство	Asadel Partners PEF	15,2
2016			
Alel Agro	Сельское хозяйство	Asadel Partners PEF	50,7
2017			
Яблоневые сады (Тараз)	Сельское хозяйство	KAGF	13,0
Молочно-товарная ферма	Сельское хозяйство	KAGF	10,4
2018			
АстанаГаз КМГ	Энергетика	Baiterek Venture Fund	116,4
Тенгизтрансгаз	Транспорт и инфраструктура	DBK Equity Fund	24,0
ЦАТЭК Green Energy	Энергетика	Baiterek Venture Fund	7,7
RG Gold	ГМК	Resource Capital Funds	н/д
2019			
Baikonur Solar	Энергетика	Baiterek Venture Fund	12,3

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Наблюдая за динамикой объемов сделок ПИ в Казахстане (рисунок 30), можно заметить, что тренды, связанные с общей экономической ситуацией в стране, влияли на изменение активности на рынке ПИ, однако для рынка private equity в Казахстане характерен скорее точечный, а не системный подход к инвестициям.

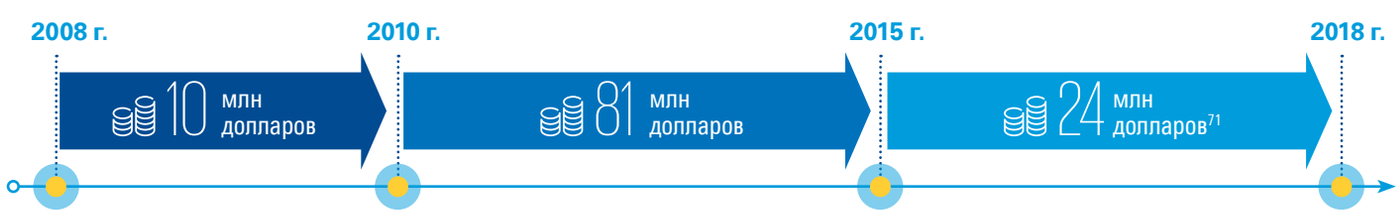
Рисунок 30. Динамика объемов осуществленных сделок ПИ в Казахстане в разрезе по видам ФПИ[70], млн долларов

Рисунок 31. Динамика количества осуществленных сделок ПИ в Казахстане в разрезе по видам ФПИ[70]



Доля количества сделок FO/PE составляла в среднем около 33% ежегодно (рисунок 31) и 39% в объемах (рисунок 30). При этом, до 60% сделок ежегодно являлись нераскрытыми (по объемам), что связано со спецификой инвестиций в акционерный капитал со стороны семейных офисов.

Наблюдался тренд роста с 2013 по 2017 гг. – количество сделок увеличилось в 6 раз, что прежде всего связано с увеличением количества публичных сделок с венчурным капиталом. При этом, если говорить про активность фондов при ККМ, то средний ежегодный объем инвестиций в казахстанские активы по периодам составлял:



Таким образом, инвестиционная активность фондов также соответствовала общей экономической ситуации в стране.

[70] *Данные не являются исчерпывающими и носят оценочный характер. Источник: База данных KPMG. Подробнее см. Методологию*

[71] *Без учета сделки АстанаГаз, составляющей 116 млн долларов*

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

3.6 ОТРАСЛЕВОЙ ФОКУС ИНВЕСТИЦИЙ

Наблюдая за отраслевыми приоритетами ФПИ, можно выделить широкую отраслевую специфику и фрагментированность инвестиций. Из года в год стабильную долю по количеству сделок занимали сделки в финансовом, нефтегазовом, энергетическом секторах, ГМК и производстве (обрабатывающая промышленность). Повышенный интерес инвесторы проявляли к 3 секторам: нефтегазовый, транспорт и инфраструктура, телекоммуникации и медиа. Менее востребованными были сделки в потребительском секторе, недвижимости и строительстве, данные о которых не раскрываются, так как отрасли представлены преимущественно компаниями МСБ, имеющими относительно невысокую капитализацию и непубличную структуру.

Говоря об объемах сделок, необходимо отметить, что существенную долю занимали сделки в традиционных секторах: финансы, нефтегазовый сектор, ГМК и энергетика.

Рисунок 32. Динамика количества сделок ПИ в Казахстане в разрезе отраслей

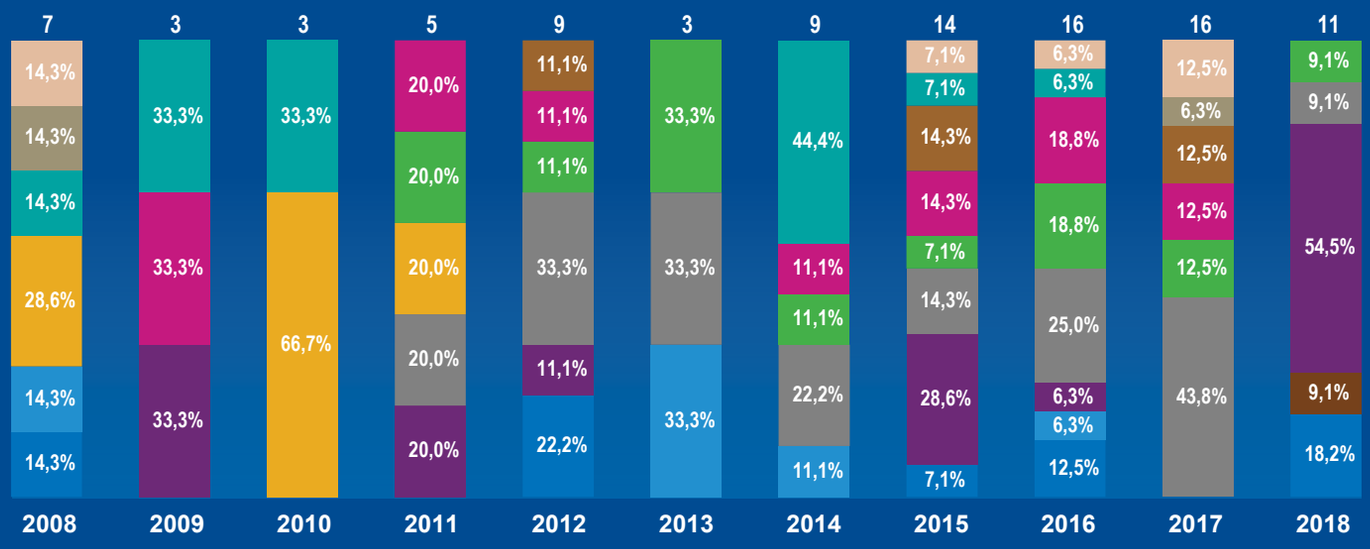
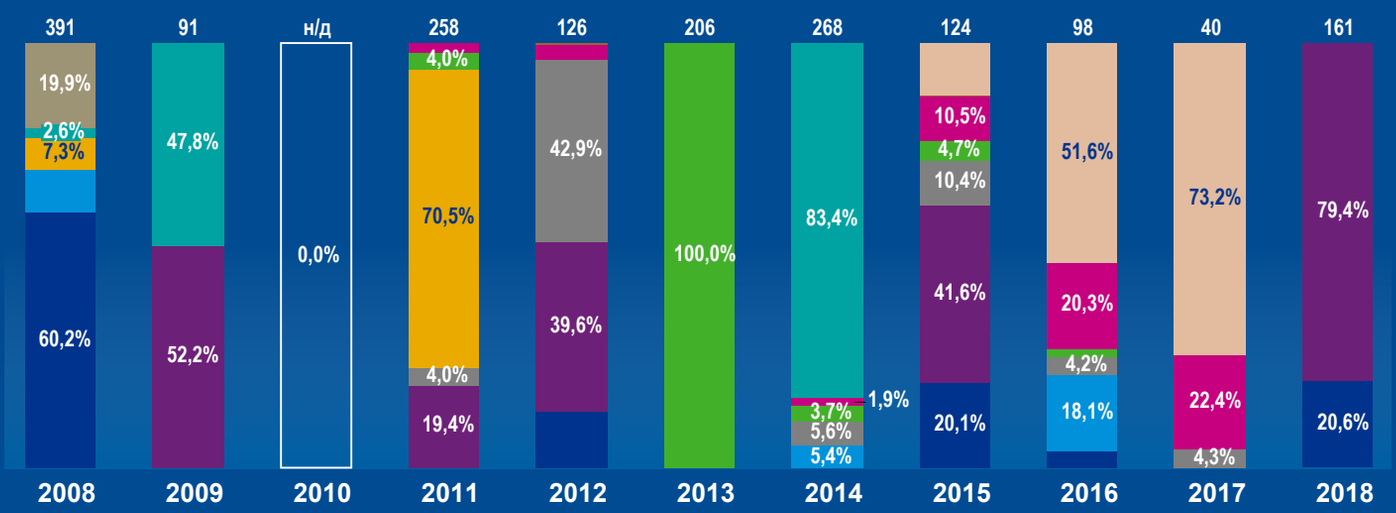


Рисунок 33. Динамика объемов сделок ПИ в Казахстане в разрезе отраслей, млн долларов



Источник: База данных KPMG

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

3.7 ВИДЫ СДЕЛОК

Из известных по своей структуре классических сделок ПИ (рисунок 34) ключевым видом являются сделки с ростовым и венчурным капиталом в компании на стадии расширения. Такая специфика связана с низкой зрелостью казахстанского рынка ПИ, малым количеством компаний средней капитализации и их ограниченными возможностями для роста.

Как видно из рисунка 35, средний объем раскрытых сделок ПИ составил 28 млн долларов. Для категории игроков FO/PE характерны более крупные сделки со средним объемом в 62 млн долларов, в то время как для классических ФПИ этот показатель равен 20 млн долларов. Медианное значение по всем ПИ-сделкам составляет 10 млн долларов.

Доля всех сделок ПИ с нераскрытой стоимостью составляла в среднем 36% ежегодно, при этом для FO/PE количество нераскрытых сделок ежегодно составляет 60% от общего количества сделок FO/PE, что говорит о невысокой прозрачности на рынке частного акционерного капитала.

Исходя из данных о среднем чеке игроков рынка ПИ в Казахстане, можно сделать вывод, что по мировым параметрам средний объем казахстанских сделок ПИ находится на уровне средних объемов венчурных сделок на более зрелых рынках. Концентрация компаний, прошедших полный инвестиционный цикл (от зарождения до выхода), находится на крайне низком уровне.

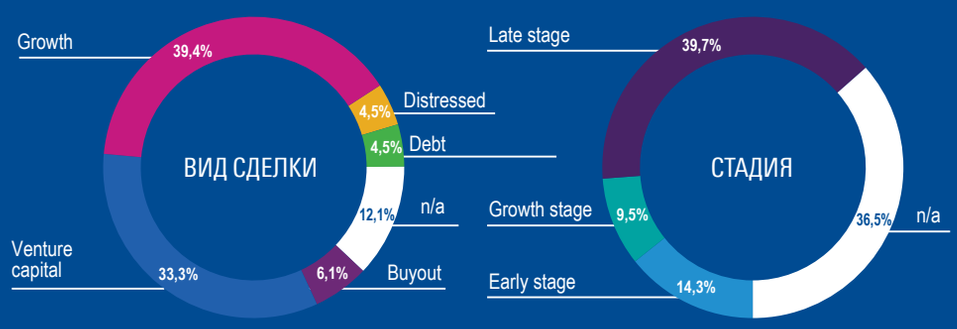
В связи со сложившейся конъюнктурой рынка и низкой степенью зрелости наблюдается определенный потенциал для инвестирования на более ранних стадиях развития компаний, а также особых случаев (например, инвестиции в стрессовые активы).

Как было отмечено ранее, на рынке Казахстана отсутствует предложение ФПИ на инвестиции в акционерный капитал с фокусом от 10 млн долларов[72] (ранее существовало 5 таких фондов). Можно предположить, что предложение на рынке в данном сегменте соответствует низкому спросу, кроме того, на это повлияло обесценение национальной валюты, поскольку стоимость несырьевых активов в долларах уменьшилась практически в 2 раза.

Впрочем, следует отметить, что инвестиции в проекты от 1 млн долларов имеют особую специфику, где необходима более гибкая структура фонда в части принятия решений – среди таких игроков пока наблюдаются лишь небольшие частные фонды.

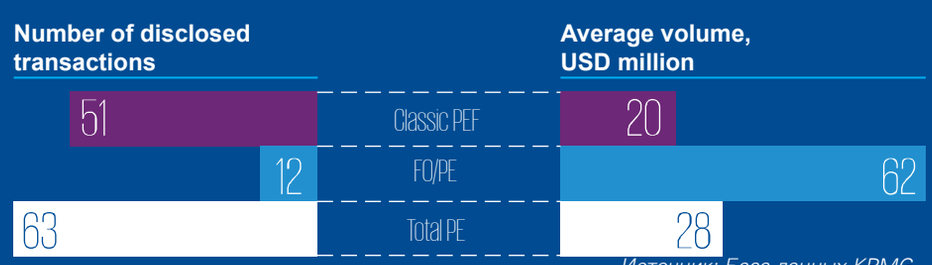
> Все потенциальные инвестиционные цели в Казахстане находятся на стадии late stage VC.
>
> *Ельдар Абдразаков*
> *Генеральный директор Группы Centras*

Рисунок 34. Классификация сделок в Казахстане за период 2008–2018 гг. по видам и стадиям инвестирования



Источник: База данных KPMG

Рисунок 35. Количество раскрытых сделок и средний объем инвестиций в Казахстане в разрезе по видам ФПИ



Источник: База данных KPMG

[72] *За исключением созданного в апреле 2019 года фонда KKM – ENIF*

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

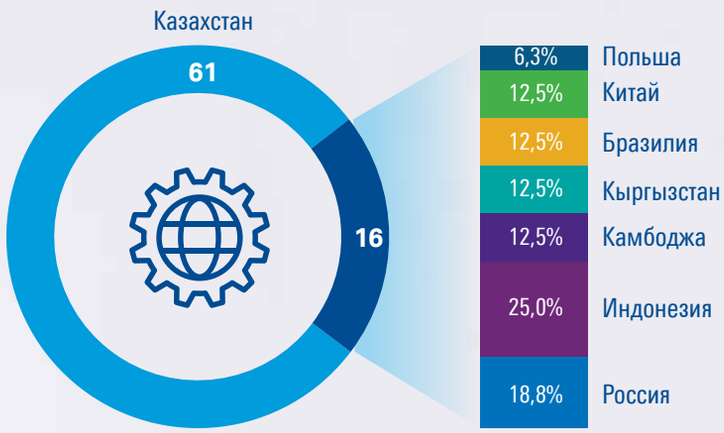
3.8 ОПРЕДЕЛЕНИЕ КОЛИЧЕСТВА ЗАВЕРШЕННЫХ ВЫХОДОВ И СТРАТЕГИЙ ВЫХОДА

77 ВЫХОДОВ

За прошедшие 10 лет было зафиксировано 77 выходов, причем 61 из них – выходы из казахстанских активов, а остальные 16 – выходы казахстанских фондов из зарубежных активов.

Следует отметить, что доступных данных о сделках казахстанских компаний за рубежом крайне мало – лишь 5 из 16 являются сделками FO/PE игроков, а остальные 11 – сделки фондов ККМ, имеющих мандат на инвестирование по всему миру.

Рисунок 36. Количество осуществленных выходов в разрезе стран за период 2008-2018 годов



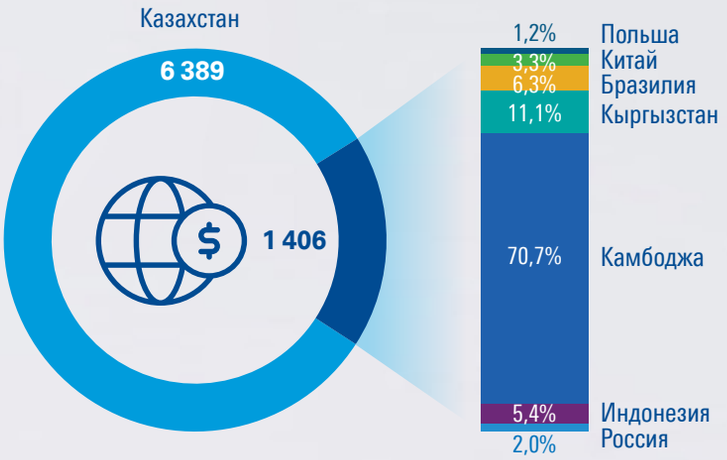
Источник: База данных KPMG

Суммарный объем выходов с 2008 года составил 7,7 млрд долларов, что практически в 4 раза больше объемов, осуществленных за этот период сделок ПИ. Средний объем выхода оказался равным 139 млн долларов, а медиана – 14,6 млн долларов, что связано в первую очередь с мегасделками. За 10 лет были заключены 3 сделки свыше 1 млрд долларов, 3 сделки от 500 млн долларов до 1 млрд долларов и 4 сделки от 100 до 500 млн долларов. При этом следует отметить, что частичные выходы считались как отдельные сделки – так, 4 из 10 мегасделок связаны с 2 активами: NCELL и Kazzinc.

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Выходы в Казахстане составили 82% от общего объема осуществленных за этот период выходов. Большая часть зарубежных сделок приходилась на Камбоджу, что связано с крупной сделкой Visor Holding по продаже телекоммуникационного оператора NCELL компаниям Telia Sonera и Axiata Group – общая сумма двух сделок составила почти 1 млрд долларов. Остальные сделки были распределены практически равномерно.

Рисунок 37. Объем осуществленных выходов в разрезе стран за период 2008–2018 гг., млн долларов



Источник: База данных KPMG

Выходы из казахстанских активов

70%

Из 61 осуществленного выхода суммы сделок известны лишь для 70% сделок, причем средний объем равен 155,4 млн долларов, а медиана – 4,9 млн долларов, что говорит о наличии точечных мегасделок.

Если говорить про тренды, то, как видно на рисунке 38, количество выходов начало расти, начиная с 2013 года, что в первую очередь связано с соответствующим инвестиционным циклом (фокус на осуществление выхода) большинства фондов ККМ. В то же время с 2013 года началось уменьшение объемов выходов (в среднем на 49% ежегодно). Причиной этого могла послужить девальвация национальной валюты, которая привела к обесценению стоимости активов, тем самым увеличив их привлекательность на местном рынке. Анализируя совокупный объем и количество осуществленных выходов (рисунок 39) можно заметить, что количество сделок было распределено относительно равномерно между фондами ККМ, FO/PE и международными фондами, в то время как 91,6% от объема приходилось на сделки FO/PE и международных фондов.

Рисунок 38. Динамика количества и объемов выходов из казахстанских активов

Источник: База данных KPMG

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

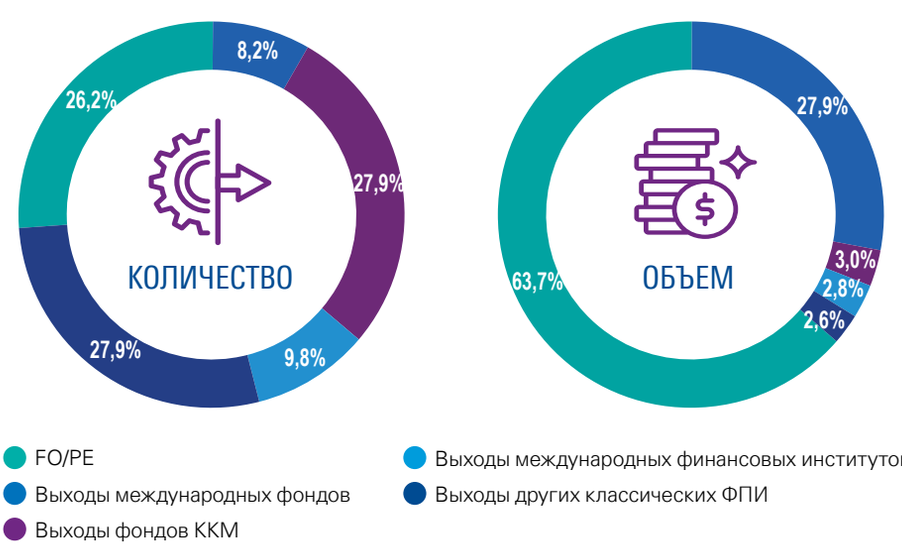
Особенно интересными сделками в период 2012–2015 гг. были сделки Verny Capital по продаже Алтын-тау, а также частичный выход TPG Capital из Emir Oil, который продал 60%-ную долю в нефтяном активе стратегическому инвестору. Особой активностью в тот период отличилась группа Ordabasy, которая успешно продала контролирующую долю в Матен Петролеум и ALMA TV. Не менее успешной тогда оказалась сделка Falah Growth Fund по продаже актива Караганда-Энерго-Центр компании ККС.

2018 ▶ 6 выходов ККМ

Неплохая активность на рынке была и в 2018 году – фонды ККМ осуществили 6 выходов.

Ближе к концу года Verny Capital продали часть своей доли (35%) в золотодобывающей компании RG Gold другому ФПИ, ориентированному на горнодобывающую отрасль и геологические разведки – Resources Capital Fund (RCF).

Рисунок 39. Совокупный объем и количество выходов из казахстанских активов за период 2008–2018 гг. в разрезе по видам продающей стороны



Источник: База данных KPMG

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Таблица 9. Список ключевых выходов из казахстанских активов за период 2008–2018 гг.[73]

ОБЪЕКТ СДЕЛКИ	СЕКТОР	ПРОДАВЕЦ	СУММА СДЕЛКИ (МЛН ДОЛЛ.)
2008			
Oriel Resources Limited	ГМК	PPF Investments Ltd	1581,7
Limnotex Developments Ltd	Телекоммуникации и медиа	Crowell Investments (Verny Capital)	553,3
2009			
ООИУПА Орлеу	Финансовые услуги	Resmi	н/д
НПФ Коргау	Финансовые услуги	Resmi	н/д
2010			
Аэропорт Алматы	Транспорт и инфраструктура	Meridian Capital, SAT Infosystems	79,3
2011			
Карагандинский Фармацевтический Комплекс	Производство	НАТР	42,3
2012			
Казцинк	ГМК	Verny Capital	1349,7
КазГеоКосмос	-	ИФК	1,3
2013			
Казцинк	ГМК	Verny Capital	1623,4
СК Лизинг	Финансовые услуги	International Finance Corporation	2,2
Банк ЦентрКредит	Финансовые услуги	International Finance Corporation	н/д
2014			
Maten Petroleum	Нефтегазовый сектор	Ordabasy	514,0
Qazkom	Финансовые услуги	EBRD	137,5
KazinvestBank	Финансовые услуги	EBRD	27,5
Alem Communication Holding	Телекоммуникации и медиа	DTV Invest co (Tau Capital)	15,2
Alma-TV	Телекоммуникации и медиа	Ordabasy	н/д
2015			
Karaganda Power Center	Энергетика	Falah Growth Fund	86,4
Kremnii Kazakhstana	Производство	ИФК	46,0
Kazakhstan Kagazy PLC	Производство	Phoenician Capital	7,5
Innova Investments	Финансовые услуги	Resmi	н/д
2016			
Emir Oil	Нефтегазовый	MIE Holdings Corp. (TPG Capital)	171,9
Ai Karaaul	ГМК	Ordabasy	18,4
Primejet	Транспорт и инфраструктура	Baiterek Venture Fund	4,2
KazInvestBank	Финансовые услуги	TRG Growth Partnership LP	н/д
2017			
BioOperations	Производство	ИФК	23,9
Банк ЦентрКредит	Финансовые услуги	International Finance Corporation	12,5
Mining Chemical Company	ГМК	Baiterek Venture Fund	2,9
Корпорация Держава	Производство	Aureous Central Asia Fund LLC	1,5
2018			
ARP Company	Производство	Baiterek Venture Fund	13,9
Sachiko-Olzha Products	Производство	Baiterek Venture Fund	3,8
RG Gold	ГМК	Verny Capital	н/д
2019			
ЦАЭК	Энергетика	EBRD	н/д

[73] *Данные не являются исчерпывающими и носят оценочный характер. Источник: База данных KPMG. Подробнее см. Методологию*

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Рисунок 40. Разбивка по видам стратегий выхода при инвестициях в казахстанские активы[74]

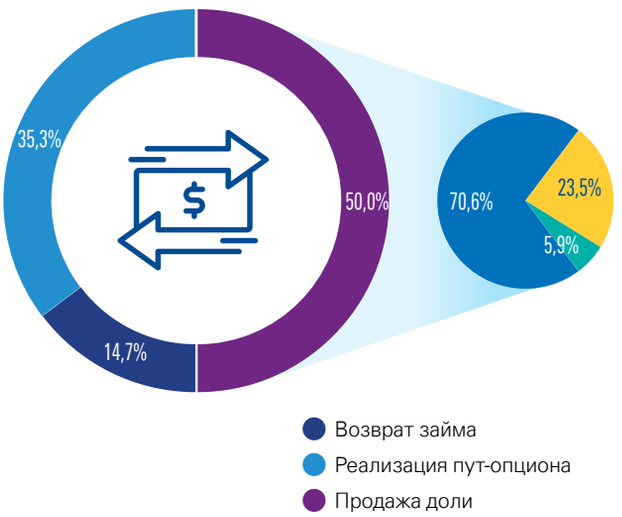
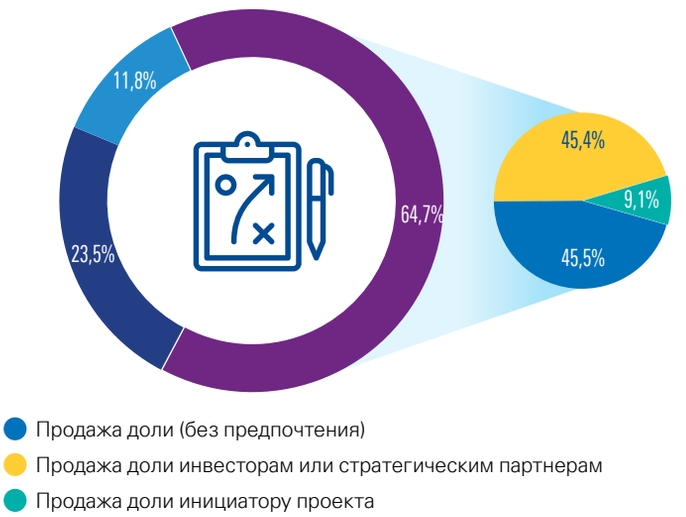


Рисунок 41. Разбивка по реализованным стратегиям выхода[75] в Казахстане



Источник: База данных KPMG

Основной стратегией выхода в Казахстане является прямая продажа доли частным инвесторам.

Причем 70% фондов, использующих данную стратегию, не имеют конкретного предпочтения кому продавать – инициатору проекта или внешнему стратегическому инвестору. Вторым по популярности способом выхода является более консервативная стратегия – выход с помощью реализации пут-опциона, предпочтение которому отдавалось в 35% случаев.

На основе данных по фактически совершенным сделкам выяснилось, что 65% выходов – это продажа доли, причем, как можно заметить из рисунка 41, около 50% выходят через продажу доли стратегическим инвесторам. Всего 4 из 17 выходов было осуществлено через пут-опцион и 2 – с помощью возврата займа.

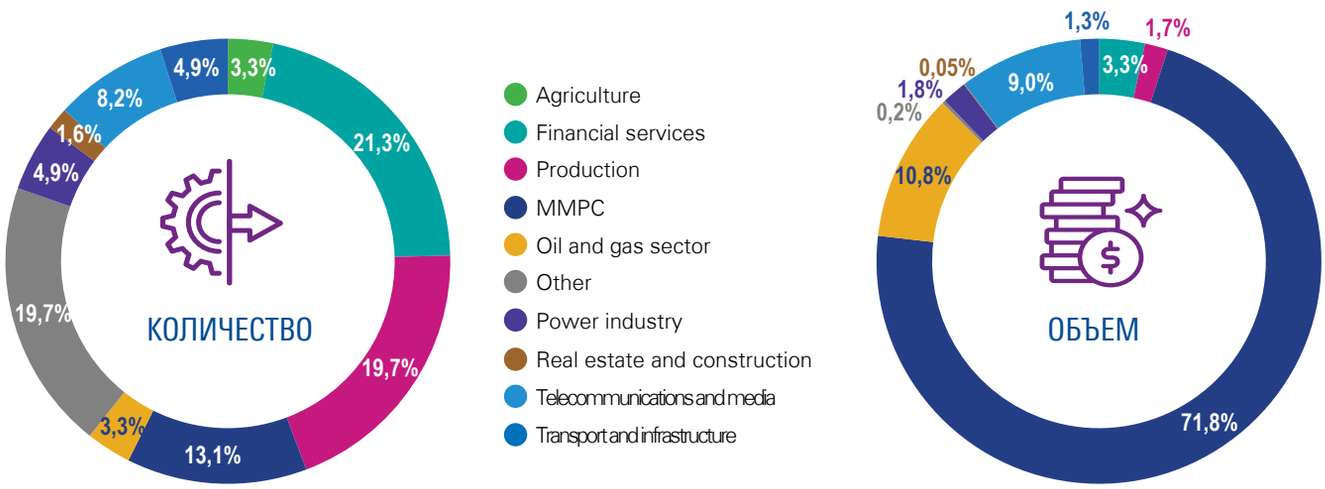
На рисунке 42 показано, что количество выходов было относительно равномерно распределено между различными отраслями – большее количество сделок совершалось в секторе финансовых услуг и производства (обрабатывающей промышленности). Однако, несмотря на то, что доля ГМК в количестве составляет всего 13,1%, в объеме доля этого сектора составляет почти 72%, остальные крупные по объему сделки совершались в другом сырьевом секторе – нефтегазовом. Доля объема сделок в телекоммуникационном секторе стала 3-ей по величине и составила 9%.

[74] *Внутренние данные ККМ, данные по 34 инвестициям*

[75] *Внутренние данные ККМ, открытые данные, анализ KPMG, данные по 17 выходам*

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Рисунок 42. Общее количество и объем выходов в Казахстане в разрезе по отраслям за период 2008–2018 гг.



Источник: База данных KPMG

Инвестиционные стратегии ФПИ должны быть адаптированы под реалии местного рынка – ключевым инструментом выхода остается продажа стратегическому инвестору, чей потенциал в Казахстане не реализован и находится на достаточно низком уровне.

1. **Фондовый рынок** не развит в силу отсутствия доступной для инвестиций ликвидности. Подробнее см. в разделе 1.3.
2. **Вторичный выкуп.** Есть точечные продажи от ФПИ к ФПИ, но такое встречается крайне редко. Например, Verny Capital привлек американский фонд RCF, вместе с которым разрабатывается проект RG Gold, что является частичным выходом. Потенциал находится на достаточно низком уровне в связи с тем, что в Казахстане малое количество местных ФПИ.

Рисунок 43. Наличие и потенциал рынка ПИ в Казахстане[76]

СТРАТЕГИЯ ВЫХОДА	НАЛИЧИЕ	ПОТЕНЦИАЛ
Рекапитализация	✓	◐
Стратегический инвестор (trade sale)	✓	◕
Вторичный выкуп (secondary buyout)	✗	◔
Первичное публичное размещение (IPO)	✗	◔

3. **Стратегический инвестор.** В Казахстане имеется большой потенциал для совместных проектов – активными стратегическими инвесторами в отраслях являются семейные офисы.

[76] *Синий цвет отражает заполнение круга. Рекапитализация – 50%, Стратегический инвестор – 75%, Вторичный выкуп, Публичное размещение – 25%*

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

3.9 ОБЗОР НАИБОЛЕЕ УСПЕШНЫХ ИСТОРИЙ ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ ФПИ С БИЗНЕСОМ В КАЗАХСТАНЕ

В Казахстане уже есть успешные сделки, где ФПИ принесли значительную пользу и ценность для бизнеса.

В то же время на рынке ПИ еще не набралась критическая масса успешных выходов – одним из таких может стать потенциальный выход Baring Vostok из Kaspi через IPO в 2019 году.

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Кейс №1:

Kaspi.kz – из банка в крупнейшую экосистему инновационных сервисов в Центральной Азии

В декабре 2006 года ФПИ Baring Vostok Capital Partners приобрел значительную часть Kaspi Bank, тем самым став крупнейшим акционером банка. На пост председателя правления был назначен партнер Baring Vostok – Михаил Ломтадзе. Под руководством Ломтадзе с 2006 по 2018 гг. банку удалось достичь высоких результатов, значительно увеличить капитализацию и стать крупнейшим розничным банком, платежной системой и маркетплейсом в стране, имея самое популярное мобильное приложение. За 12 лет команда Kaspi сумела создать не просто крупнейший розничный банк, а построить экосистему Kaspi.kz, услугами которой на конец 2018 года пользовалось около 5 миллионов казахстанцев.

Рисунок 44. Инвестиция Baring Vostok: Kaspi.kz

ОПИСАНИЕ

Председатель Совета Директоров: Вячеслав Ким

Председатель Правления: Михаил Ломтадзе

Год основания: 1991

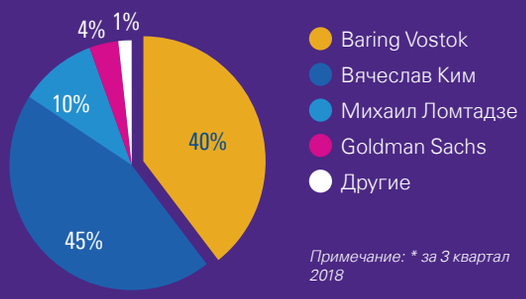
Собственный капитал: 213 918 000,00 тыс. тенге

Совокупные Активы: 1 699 652 000,00 тыс. тенге

Чистая Прибыль: 111 119 000,00 тыс. тенге

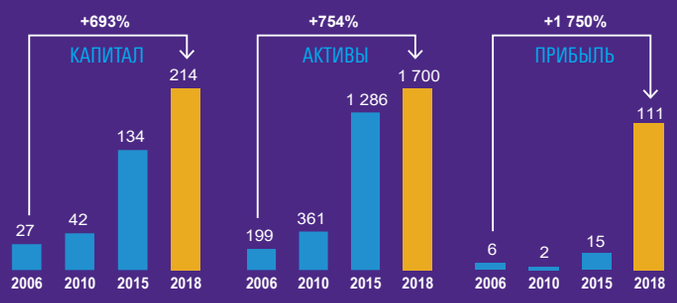
Балансовая стоимость простой акции: 11 072,00 тенге

Одним из крупнейших акционеров Kaspi Bank является private equity fund – Baring Vostok*



*Примечание: * за 3 квартал 2018*

Основные показатели Kaspi показывали стабильный рост после инвестиций Baring Vostok с 2006 года, млрд тенге



Источники: KASE, Forbes Kazakhstan, exclusive.kz, capital.kz

KASPI В ЦИФРАХ

- 2 место в рейтинге банков по версии Forbes Kazakhstan
- 1 место по размеру розничного ссудного портфеля
- 96,6% составляет доля розничного портфеля
- 5 млн клиентов в экосистеме Kaspi
- 20% доля оборота непродовольственных товаров в стране
- Планируется выход на IPO в 2019 году

В момент инвестиции не думали, что это будет столь долгосрочный проект. Но развитие оказалось таким успешным, что теперь мы считаем его одним из самых знаковых проектов всего Baring Vostok. Даже теперь, когда регион оказался в нынешней сложной экономической ситуации.

Так получилось, что у Kaspi есть возможность стать чем-то намного большим, чем просто банк. *Это сейчас один из самых инновационных и технологических бизнесов в Казахстане. Мы считаем, что новая линия бизнес-стратегии, не связанная с банковским сектором, очень перспективна, дает быстрый рост, и решили развивать ее дальше[77].*

Майкл Калви
Соуправляющий партнер Baring Vostok Capital Partners

В конце 2018 года глава Kaspi.kz Михаил Ломтадзе объявил о планах проведения IPO на Лондонской бирже в 2019 г.

[77] *М. Калви. «Почему Баринг Восток готов инвестировать в Казахстан в кризис» // Forbes.kz. 2015*

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Кейс №2:

Васильковский ГОК – самая успешная сделка лидера инвестиционного рынка в Казахстане

В 2007 году Верный Капитал приобрел компанию VasGold (впоследствии компания переименована в Altyntau), которая владела правом разработки Васильковского золотоносного месторождения, являющегося одним из самых крупных по запасам в Казахстане, а на мировом уровне входящего в ТОП-20 крупнейших золотых месторождений. До входа «Верного Капитала» в проект, многие международные горнорудные компании, такие как Barrick Gold, Placer Dome, Dominion Mining и Batman пытались сделать это, но, в конечном итоге, не решались. Основная сложность заключалась в низком содержании золота и высокоупорной руде, трудноподдающейся обогащению, для этого нужно было найти технологию, решающую эти задачи, и правильно подобрать оборудование.

На момент приобретения, себестоимость производства золота превышала конечную цену реализации. Перед командой Верного Капитала стояла непростая задача – найти и запустить новую технологию, чтобы раскрыть золото и сделать производство прибыльным.

> ***В конечном счете, успех этого проекта решили два главных обстоятельства: инновационная технология, которую мы впервые применили в Казахстане, и точно выверенная технологическая цепочка при сложившейся благоприятной конъюнктуре рынка.***
>
> ***Ерлан Оспанов***
> *Генеральный директор группы компаний Верный капитал*

Рисунок 45. Инвестиция Верный Капитал: Васильковский ГОК

ОПИСАНИЕ

Крупнейшая золотодобывающая компания (горно-обогатительная фабрика)

Местоположение: Акмолинская обл.

Месторождение: Васильковское

Запасы золота: около 360 тонн

Является 100% дочерней компанией ТОО «Казцинк» — казахстанского производителя цинка, свинца, меди, золота и серебра.

ИСТОРИЯ ИНВЕСТИЦИЙ

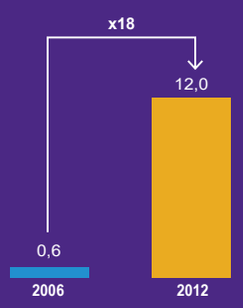
2006 «Верный Капитал» приобрел 100% компании VasGold, которая владела предприятием

2010 «Верный Капитал» продал **40%** АО «Altyntau Resources» «Казцинку», а сам приобрел **38,7%** «Казцинка»

2010 «Казцинк» приобрел **60%** «Altyntau Resources», «Верный» приобрел **19,2%** в «Казцинке»

2013 «Верный Капитал» продал акции «Казцинка», завершив пятилетний проект прямого инвестирования

ВЫХОД ЗОЛОТА (ТОНН/ГОД)



В ЦИФРАХ

800% **IRR (в долл.)**

x18 **во столько раз вырос объем производства с 2007 по 2012 гг.**

$700M **инвестиций было направлено на развитие проекта**

Источники: Altyntau, exclusive.kz, vlast.kz

В период с 2007 по 2012 годы добыча золота выросла более чем в 18 раз, было создано 1 679 новых рабочих мест. В 2009-2010 годах на строительство 95-квартирного жилого дома для работников было выделено 5,2 млн долларов. Средняя заработная плата с 2007 по 2012 годы выросла на 90%.

В 2010 году Верный Капитал продал 40% акций Altyntau Resources компании Казцинк взамен на 38,7% акций последнего. В 2013 году Верный Капитал окончательно продал акции Казцинка и вышел из проекта инвестирования, которое продлилось 5 лет. Внутренняя норма доходности (IRR) инвестора в Алтынтау составила ~800%.

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Кейс №3:

Chaplin – путь от мелкого игрока до самого крупного кинотеатра в Казахстане

В 2014 году портфельными фондами ККМ – Kazakhstan Capital Restructuring Fund и Kazakhstan Growth Fund – была осуществлена инвестиция с выкупом контрольной доли участия в сети кинотеатров Chaplin Cinemas.

Инвестиции общей суммой более 19 млн долларов были направлены на расширение проекта, а также развитие конкурентоспособной и прозрачной кинопрокатной индустрии в Казахстане. Стратегией и развитием компании занималась управляющая фондами прямых инвестиций компания CEECAT Capital, назначив руководителем компании своего представителя.

За этот период сеть кинотеатров Chaplin Cinemas стала одной из ведущих в стране, были значительно оптимизированы расходы компании, в том числе путем закрытия нерентабельных кинотеатров. В результате количество посетителей кинотеатров выросло с 1 млн в 2014 году до 2,5 млн в 2018 году.

27 апреля 2019 года состоялось открытие пятого, крупнейшего в Казахстане, 15-зального кинотеатра в ТРЦ MEGA Alma-Ata.

Теперь в ТРЦ MEGA будет расположен самый большой кинотеатр в Казахстане, а благодаря Chaplin Cinemas … позволит демонстрировать фильмы в высочайшем качестве и с прекрасным звуком.

Нурлан Смагулов
Президент Astana Group (холдинг, владеющий ТРЦ MEGA Alma-Ata)

Рисунок 46. Инвестиция KCRF и KGF: Chaplin Cinemas

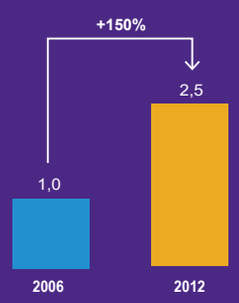
ОПИСАНИЕ

Chaplin Cinemas – сеть кинотеатров в г. Нур-Султан и г. Алматы

Основание: 2011 год

Количество кинотеатров: 5

КОЛИЧЕСТВО ПОСЕТИТЕЛЕЙ КИНОТЕАТРОВ (МЛН ЧЕЛ.)



Источник: Forbes.kz

ИНВЕСТИЦИИ В CHAPLIN CINEMAS

— В **2014 году** фонды прямых инвестиций Казына Капитал Менеджмент - KCRF и KGF инвестировали в бизнес, приобретя контрольную долю в компании за **19 млн долларов**.

— Стратегией и развитием компании занималась управляющая фондами прямых инвестиций компания CEECAT Capital (GP в KCRF и KGF), назначив руководителем компании своего представителя.

— В результате посредством корректировки бизнес-модели и отладки ключевых процессов была повышена эффективность работы компании.

— Кроме того, была оптимизирована часть расходов, в том числе, были закрыты 4 из 6 кинотеатров, которые несли убытки и были неэффективными.

— В соответствии с лучшими мировыми практиками, был реализован ряд мер по повышению доверия и увеличению лояльности зрителей.

— Были кардинально пересмотрены подходы к ценообразованию, репертуарному планированию, качеству кинотеатров.

Важно отметить, что фонды, созданные при участии ККМ, осуществляют инвестиции в различные сектора экономики, поддерживая как реальное производство, так и сектор услуг. Например, один из портфельных фондов осуществил инвестиции в проект Chaplin Cinemas в MEGA Alma-Ata, который стал самым капиталоемким проектом на казахстанском кинорынке. Данный проект задал принципиально новый качественный уровень просмотра кинофильмов, концертов и спектаклей.

Асет Сагимбеков
Заместитель Председателя Правления АО «Казына Капитал Менеджмент»

Таким образом, Chaplin Cinemas – это успешная сеть, состоящая из 5 кинотеатров в городах Алматы и Нур-Султан, которые имеют потенциал дальнейшего роста.

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

4 Проблемы и перспективы развития казахстанского рынка ПИ

4.1 Определение проблем развития рынка прямых инвестиций в Казахстане

4.2 Потенциал и перспективы развития рынка ПИ

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

4.1 ОПРЕДЕЛЕНИЕ ПРОБЛЕМ РАЗВИТИЯ РЫНКА ПРЯМЫХ ИНВЕСТИЦИЙ В КАЗАХСТАНЕ

За 27 лет независимости Казахстана произошло множество событий, повлиявших на финансовый сектор, было принято большое количество решений, что способствовало развитию рынка ПИ.

Прежде чем двигаться дальше, следует выяснить, какие проблемы наиболее актуальны на сегодняшний день для казахстанского рынка ПИ. На текущий момент в Казахстане наблюдаются тенденции, которые показывают, что казахстанский рынок ПИ все еще является недостаточно зрелым:

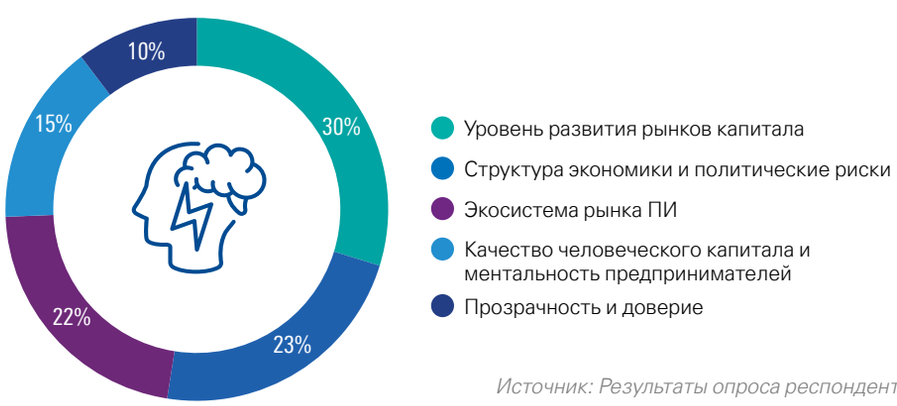
— Наблюдается **недостаток качественных проектов**, способных обеспечить желаемую доходность, соответствующую имеющимся рискам;

— **Ограничены возможности для выхода** из проектов;

— **Фондирование** местных классических ФПИ осуществляется преимущественно через **квазигосударственные институты**.

Такая ситуация является следствием множества внешних и внутренних факторов.

Рисунок 47. Категории проблем развития рынка ПИ в Казахстане (по результатам опроса респондентов)



Источник: Результаты опроса респондентов

По результатам проведенного анализа и по итогам проведенных интервью были выявлены проблемы, характерные для рынка private equity в Казахстане, которые сгруппированы по 5 категориям (рисунок 47):

1. Структура экономики и политические риски
2. Уровень развития рынков капитала
3. Качество человеческого капитала и ментальность предпринимателей
4. Экосистема рынка ПИ
5. Прозрачность и доверие

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Приведенный ряд проблем не является исчерпывающим, более того, некоторые из проблем могут пересекаться с другими. Структура проблем **по степени приоритетности**[78] с учетом выявленных категорий изложена в таблице 10. Далее выявленные проблемы будут рассмотрены более подробно.

Таблица 10. Классификация проблем развития рынка ПИ в Казахстане

СТРУКТУРА ЭКОНОМИКИ И ПОЛИТИЧЕСКИЕ РИСКИ	УРОВЕНЬ РАЗВИТИЯ РЫНКОВ КАПИТАЛА	КАЧЕСТВО ЧЕЛОВЕЧЕСКОГО КАПИТАЛА И МЕНТАЛЬНОСТЬ ПРЕДПРИНИМАТЕЛЕЙ	ЭКОСИСТЕМА РЫНКА ПИ	ПРОЗРАЧНОСТЬ И ДОВЕРИЕ
Высокая зависимость экономики от внешних факторов: — цены на сырьевые товары; — изменения в странах – торговых партнерах, включая санкции в отношении РФ.	Местами неэффективное регулирование финансового сектора.	Низкий уровень профессионализма участников рынка. Недостаток качественных: — управленческих кадров; — экспертов и специалистов.	Незрелость стандартов корпоративного управления.	Низкая прозрачность бизнеса и инвесторов – культура «не попадаться на глаза».
Непредсказуемость и исторические колебания курса национальной валюты.	Отсутствие рециркуляции капитала: — неразвитый фондовый рынок; — недостаточная M&A активность.	Недостаточно развитая система подготовки профессиональных кадров.	Недостатки законодательства: — налоговая система все еще требует доработок; — частые изменения НПА.	Недостаток информации: — у международных инвесторов о Казахстане; — у бизнеса об инструменте ПИ, и о выгодах от работы с ФПИ.
Высокая доля в экономике: — государства; — ограниченного количества высокообеспеченных частных лиц. Как следствие: — незрелый средний класс и сектор МСБ; — ограниченное внутреннее потребление.	Проблемы банковского сектора: — ограниченная структура фондирования; — скопление краткосрочной тенговой ликвидности; — невыгодные процентные ставки по длинным кредитам для бизнеса (за исключением гос. программ); — скопление больших объемов проблемных активов.	Ментальная неготовность к ПИ – «лучше взять в долг, чем делить с кем-то бизнес». Большинство предпринимателей все еще не смогли адаптироваться к рыночным отношениям. Многие рассчитывают лишь на поддержку государства.	Прочая инфраструктура для инвесторов: — бюрократия, неэффективная система принятия решений; — недостаточный накопленный опыт судебной практики в сфере ПИ; — недостаточно развитая защита прав инвесторов.	Недоверие инвесторов к: — официальной статистике; — финансовой отчетности компаний; — оценкам активов.

[78] *Приоритетность определялась на основании анализа KPMG, подкрепленного результатами интервью с участниками рынка и отраслевыми экспертами*

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Структура экономики и политические риски

Рынок ПИ в значительной степени зависит от экономических и политических условий, существующих в Казахстане. Их ухудшение может оказать существенное негативное влияние на рынок ПИ.

Как прямые инвестиции, так и заемный капитал являются драйвером экономического роста. Парадоксально, в условиях нестабильных темпов экономического роста домашние хозяйства зачастую сокращают свое потребление, соответственно, сокращаются объемы внешнего финансирования инвестиций. Экономическая и политическая стабильность в стране создает благоприятные условия для увеличения объемов инвестиций, включая ПИ, и последующего роста экономики.

Высокая зависимость экономики от внешних факторов: цены на сырьевые товары, изменения в странах – торговых партнерах

Казахстан – богатая природными ресурсами страна. Однако, за относительно короткий период независимости, экономике страны пока не удалось слезть с «нефтяной иглы». Таким образом, наблюдается зависимость от экспортной торговли и цен на сырьевые товары. Правительство продвигает реформы, направленные на увеличение притока иностранных инвестиций и диверсификацию экономики для снижения зависимости от сырьевого экспорта, но принимаемых мер пока недостаточно.

Казахстан находится между двумя крупнейшими экономиками – Россией и Китаем. При этом, исторически, Россия является основным экономическим и политическим партнером Казахстана. Таким образом, по мнению респондентов, санкции, введенные в отношении России, оказывают косвенное негативное влияние на экономику Казахстана. Согласно результатам интервью, многие респонденты отмечают, что в связи с расположением в одном регионе, часть иностранных инвесторов ассоциирует Казахстан с Россией.

Непредсказуемость и исторические колебания курса национальной валюты

Колебания обменного курса по отношению к мировым валютам могут оказать негативное влияние на рынок ПИ в Казахстане. Так, в августе 2015 года НБ РК объявил о введении режима свободно плавающего обменного курса, что привело к резкому ослаблению национальной валюты – на 35,5%[79]. Данный факт увеличивает риски иностранных инвесторов в части получения ожидаемой доходности. Таким образом, интерес представляют преимущественно проекты, направленные на экспорт.

Высокая доля государства и ограниченного количества высокообеспеченных частных лиц в экономике

Доля государства в экономике Казахстана все еще остается на высоком уровне, что приводит к проблемам во многих секторах – происходящие процессы приватизации позволяют сократить роль государства в пользу частного сектора. Однако, к текущему моменту активы в частном секторе распределены неравномерно – наблюдается недостаточная концентрация среднего класса и существенная роль ограниченного количества высокообеспеченных частных лиц (семейных офисов).

Таким образом, в Казахстане пока не сформирован стабильный средний класс, а экономика имеет ограниченное внутреннее потребление. Доля среднего бизнеса в ВВП, по данным за 2017 год, составила 4,6%, доля малого бизнеса – 22,5%. На данный момент политика государства направлена на поддержку сектора МСБ, как потенциального драйвера экономики.

Кроме того, высоким остается уровень теневой экономики, которая является одной из причин неэффективности проводимых реформ. Также, теневая экономика существенно сокращает собираемость налогов.

[79] Единовременное снижение

[80] Глобальный рейтинг ATKearney по теневой экономике, https://info.atkearney.com

12-е место

Согласно глобальному рейтингу ATKearney, доля теневой экономики в Казахстане в 2016 году увеличилась до 33,5% ВВП. Таким образом, Казахстан занял 12-е место[80]. В глобальном рейтинге по теневой экономике позиция Казахстана оказалась лучше, чем у России (9-е место и 34,3% теневой экономики), Украины (4-е место и 43,9%), Бразилии (6-е место 36,5%), Кении (11-е место и 33,7%) и Нигерии (1-е место и 53,4% теневой экономики).

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Уровень развития рынков капитала

Местами неэффективное регулирование финансового сектора

Возникающие вызовы, среди которых мировой финансовый кризис, меняющий структуру экономики, заставляют государство быть более риск-ориентированным в части регулирования финансового сектора. Более консервативная стратегия подразумевает стимулирование инвестиций в мало-рискованные инструменты, соответственно имеющие невысокую доходность, что снижает активность на публичном рынке.

Так, в 2013 году в ЕНПФ были консолидированы пенсионные активы, которые на данный момент инвестируются преимущественно в государственные ценные бумаги. Высокие требования на инвестиционный портфель регулятор выставляет и перед страховыми компаниями.

Еще одними игроками, имеющими ликвидность, являются БВУ. Однако, с текущим уровнем проблемных активов, а также осадком от кризисов предыдущих лет, когда имели место громкие отзывы лицензий, НБ РК пристально наблюдает за действиями банков, что также приводит к более консервативной стратегии инвестирования накопленной ликвидности.

Такие действия со стороны НБ РК являются закономерными, однако, для максимального экономического эффекта требуется оптимальный баланс между снижением риска и увеличением доходности.

Отсутствие рециркуляции капитала: недостаточно развитый фондовый рынок и недостаточная M&A активность

«Покупка одного инвестора является продажей для другого». Для эффективного функционирования инвестиционной экосистемы необходима достаточная зрелость на всех этапах инвестиционного цикла. Это является особенно важным фактором для ФПИ и венчурных фондов, для которых продажа является необходимым шагом для получения прибыли.

В Казахстане наблюдается недостаточная емкость рынка капитала. Рынок ценных бумаг не активен по причине небольшого количества игроков и интересных инструментов для инвестирования.

Операции с ценными бумагами вытесняются на KASE, участники рынка сейчас более заинтересованы в краткосрочных заработках на торговле валютой и операциях с денежными инструментами.

Главной площадкой для размещения государственных ценных бумаг и бумаг квазигосударственных компаний на сегодня определена биржа МФЦА (AIX). Однако AIX находится на раннем этапе развития с июля 2018 года. В январе 2019 года площадка МФЦА – AIX – получила статус признанной фондовой биржи от налоговой и таможенной службы Великобритании (HMRC). При этом, с учетом недостаточного опыта функционирования, не может быть никаких гарантий, что AIX привлечет достаточное количество участников рынка и эмитентов, чтобы обеспечить приемлемые объемы торговли в обозримом будущем.

Недостаточная M&A активность в какой-то степени продиктована неравномерным распределением капитала и слабым развитием МСБ. Основными игроками на рынке M&A являются международные инвесторы, активность которых на рынке снижается, а внутренние источники ограничены семейными офисами, многие из которых в последние годы придерживаются консервативной стратегии инвестирования.

Низкий уровень развития финансовых рынков в Казахстане препятствует активному привлечению международных частных и институциональных инвесторов. Отсутствие некоторых компонентов, таких как торговые площадки для малого и среднего бизнеса, вторичного рынка для ФПИ, а также избыточные законодательные требования, ограничивают доступ к рынкам капитала со стороны широкого круга компаний.

Проблемы банковского сектора

Банковская система Казахстана нуждается в улучшении. Мировой финансовый кризис и резкое падение цен на недвижимость в Казахстане способствовали дефолтам по обязательствам нескольких крупных банков в Казахстане. Банковская система до сих пор характеризуется высокой долей NPL в ссудном портфеле, и нет никаких гарантий, что проводимые в настоящее время реформы будут успешными и достаточными.

Банковский сектор до сих пор переживает последствия кризиса и подвергается реформированию.

Ключевые проблемы:

- ограниченная структура фондирования;
- скопление краткосрочной тенговой ликвидности;
- невыгодные процентные ставки по длинным кредитам для бизнеса (за исключением государственных программ);
- скопление больших объемов проблемных активов.

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Другой характеристикой банковского сектора является высокая степень концентрации – пять крупнейших банков консолидируют более половины всех депозитов клиентов, соответственно, располагают средствами для выдачи кредитов.

Понижение суверенного кредитного рейтинга Казахстана и проблемы с ликвидностью в экономике могут негативно повлиять на его экономическое развитие, что, в свою очередь, может оказать существенное негативное влияние на рынок ПИ в стране.

Также важным фактором является отсутствие долгосрочного долгового финансирования со стороны банков. Согласно данным НБ РК, долгосрочные займы выдаются, но их доля в общем объеме выдач составляет за последние 3 года в среднем 24%.

Низкая доля долгосрочных кредитов экономике объясняется во многом отсутствием доступа к зарубежным рынкам капитала, дающим возможность привлекать дешевое долгосрочное банковское финансирование. По состоянию на 1 января 2019 года, вклады клиентов составляли 76,7% от совокупных обязательств банковского сектора. При этом, 46,8% вкладов клиентов – это вклады в иностранной валюте.

Следует отметить тот факт, что низкий объем долгосрочных займов может быть также связан с относительно невысокими и нестабильными темпами экономического роста. В таких условиях более надежным способом финансирования инвестиционных проектов являются собственные средства.

Качество человеческого капитала и ментальность предпринимателей

Барьером для развития ФПИ является нехватка квалифицированных местных кадров, которые могли бы обеспечить рост бизнеса.

Низкий уровень профессионализма участников рынка: недостаток качественных управленческих кадров, экспертов и специалистов

Формируя инвестиционный портфель, фонды, как правило, особое внимание уделяют наличию опытной команды управленцев.

Отсутствие у граждан необходимых знаний и навыков в области финансов, принятие непродуманных решений зачастую приводит к плачевным для многих из них последствиям. В первую очередь - в принятии на себя значительного долгового бремени.

При этом, часть респондентов отмечает отток квалифицированных кадров из Казахстана. Согласно исследованиям КИСИ, у профессионалов есть понимание, что ситуация в Казахстане может быть изменена только системно, и никакие точечные меры не могут привести к решению проблем. Факторы молодежной миграции, такие как стремление молодых людей получить качественное образование, желание самореализоваться и построить успешную карьеру, а также политика ряда стран по поддержке образовательной миграции, будут и впредь оказывать влияние на миграционные настроения казахстанской молодежи. Имеет смысл особое внимание обратить на молодежную миграцию, поскольку «утечка мозгов» сказывается на качестве человеческого капитала в стране, что, в свою очередь, влияет на развитие предпринимательской культуры.

Для стимулирования роста инвестиционной привлекательности важную роль играет образование в университетах и исследовательских институтах. Для малых и средних предприятий особенно важно быстро реагировать на изменчивые рыночные условия, поскольку ограничения рынка труда влияют на деятельность рынка прямых инвестиций.

Некоторые респонденты отметили недостаток управленческих кадров в том числе со стороны ФПИ – отсутствие у сотрудников ФПИ необходимого уровня экспертизы, которую можно применить для развития бизнеса портфельных компаний.

Ментальная неподготовленность к ПИ

Многие казахстанцы все еще не смогли адаптироваться к рыночным отношениям, рассчитывая на поддержку государства. Ментальная неподготовленность к ПИ характеризуется следующим: «лучше взять в долг, чем делить с кем-то бизнес».

Большинство респондентов отмечают, что на рынке недостаточно высокий уровень осведомленности об инструментах ПИ среди предпринимателей. Многие бизнесмены ментально не готовы впускать в капитал внешних инвесторов, что связано с опасениями рейдерства.

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Экосистема рынка ПИ

Незрелость стандартов корпоративного управления

Проблема современного корпоративного управления возникает по мере развития мировых фондовых рынков и глобализации экономических процессов, в связи с переходом от «капитализма частных собственников» к «капитализму наемных профессиональных менеджеров». Разграничение сфер деятельности и ответственности, распределение исполнительных и контрольных функций между акционерами и менеджерами, поиск общекорпоративного равновесия нашли свое выражение в кодексах корпоративного управления. В настоящее время в большинстве развитых стран мира действуют кодексы корпоративного управления, разработанные по инициативе негосударственных профессиональных объединений и широко принятые в деловом сообществе на добровольной основе.

Качество системы корпоративного управления в Казахстане пока недостаточно согласовано с правовыми нормами. Правительство Казахстана заявило, что оно верит в продолжение реформы процессов корпоративного управления и будет способствовать дисциплине и прозрачности в корпоративном секторе.

Недостатки законодательства

Налоговая система все еще требует доработок. Исторически сложилось так, что система сбора налогов в Казахстане была относительно неэффективной, что приводило к постоянным изменениям налогового законодательства, которые иногда происходили в короткие сроки и применялись ретроспективно.

Различные толкования налоговых норм существуют как среди государственных органов, так и внутри них. Такие разные интерпретации увеличивают уровень неопределенности и, следовательно, налоговые риски, и могут потенциально привести к непоследовательному исполнению этих законов и нормативных актов. Официальные объяснения и судебные решения часто бывают неясными и противоречивыми, что приводит к налоговым спорам, которые могут повлечь за собой значительные судебные издержки для частных инвесторов.

Частые изменения в НПА. Для повышения качества законодательного регулирования казахстанского рынка ПИ необходимо, в первую очередь, разработать и внедрить терминологию (например, внедрить в законодательство понятия различных видов производных финансовых инструментов - опционов, свопов и других, которые могут применяться при структурировании сделок ФПИ), характерную для данного рынка, поддерживать ее в актуальном состоянии, своевременно вносить изменения.

Казахстан является юрисдикцией, основанной на гражданском праве, и, как таковые, судебные прецеденты не имеют обязательной силы для последующих решений. Многие законы предоставляют регулирующим органам и должностным лицам значительную свободу действий при их толковании и применении. Кроме того, юридические и налоговые органы могут выносить произвольные суждения и оспаривать предыдущие суждения и налоговые оценки, что затрудняет для компаний выяснение того, несут ли они ответственность за дополнительные налоги, штрафы и пени.

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

В результате этих двусмысленностей и отсутствия последовательности в толковании законодательных актов, правовые и налоговые риски, связанные с ведением бизнеса в Казахстане, значительно выше, чем в более развитых зарубежных странах.

Продолжающееся развитие казахстанского налогового и иного регулирования может привести к снижению предсказуемости изменений нормативно-правовой базы и может вызвать трудности в интерпретации в отсутствие судебных прецедентов или указаний со стороны регулирующих органов, что может быть значительным и, следовательно, может оказать неблагоприятное воздействие на рынок ПИ в стране.

Казахстанское законодательство о валютном контроле может повлиять на операции с иностранными валютами. В соответствии с Законом Республики Казахстан «О валютном регулировании и валютном контроле» от 13 июня 2005 года с внесенными в него поправками («Закон о валюте») Правительство имеет право при определенных чрезвычайных обстоятельствах вводить ограничения в отношении валютных операций резидентов Казахстана и граждан других стран. Такие ограничения могут быть введены в рамках «особого валютного режима», введенного Правительством после консультации с НБ РК и другими соответствующими государственными органами, если существует угроза экономической безопасности Казахстана и стабильности его финансовой системы. Более того, Правительство может наложить другие требования и ограничения на валютные операции, когда экономическая стабильность Казахстана находится под угрозой.

Прочая инфраструктура для инвесторов

Бюрократия, неэффективная система принятия решений. Бюрократия в форме чрезмерных правил и процедурных требований, многочисленных учреждений, от которых требуются разрешения, и обременительных требований к документации, может серьезно ограничивать предпринимательскую деятельность, и, как следствие, развитие рынка ПИ.

Недостаточный накопленный опыт судебной практики в сфере ПИ. Недостаточный опыт у представителей казахстанской судебной системы в финансовой сфере, в частности в сфере ПИ, а также сложность исполнения судебных решений могут помешать участникам рынка в получении эффективного возмещения в судебном порядке.

После открытия Международного Финансового Центра «Астана» и собственного суда, руководствующегося английским правом, у участников рынка появился выбор, где решать возможные судебные споры. Однако, из-за его очень ограниченной истории деятельности, результативность данной инициативы пока трудно предсказать.

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Прозрачность и доверие

Неотъемлемым условием успешного развития рынка ПИ в Казахстане является эффективное взаимодействие всех его участников, важным фактором развития является доступ к качественной информации о рынке ПИ.

Низкая прозрачность деятельности бизнеса и инвесторов – культура «не попадаться на глаза»

Сфера ПИ во всем мире недостаточно прозрачна. Однако в Казахстане есть проблемы, усугубляющие данную ситуацию. В качестве серьезных препятствий респонденты отмечают отсутствие международных отчетов, публикаций, аналитики по рынку частных инвестиций, историй успеха, отсутствие прозрачности в сделках, недостаточность информации о деятельности ФПИ в РК (закрытость ФПИ, отсутствие подробной информации о ФПИ и их деятельности в общедоступных источниках) и т.д. Все эти факторы могут отталкивать зарубежных инвесторов.

Недостаток информации у международных инвесторов о Казахстане и у бизнеса об инструменте ПИ, о выгодах работы с ФПИ

Отмечается редкое упоминание Казахстана в новостях, участие в различных форумах, мероприятиях, способных повысить узнаваемость Казахстана на международной арене, что, в свою очередь, может способствовать развитию рынка ПИ и привлечению международных инвесторов в Казахстан.

Недоверие инвесторов к официальной статистике, финансовым отчетностям и оценкам активов бизнеса

Официальная статистика и другие данные, публикуемым Комитетом по статистике МНЭ РК, могут быть не такими полными, как в более развитых странах.

Респонденты отмечают факт того, что для бизнеса характерна непрозрачная структура финансовой отчетности, например, двойная бухгалтерия или, когда бизнес одной компании осуществляется через множество небольших юридически несвязанных компаний. Существуют разные причины таких действий – оптимизация налогов, избежание рейдерства и другое.

Таким образом, многие инвесторы не доверяют независимой оценке активов, проводимой местными компаниями, а услуги международных фирм обходятся достаточно дорого.

Многие проблемы, отмечаемые участниками рынка, носят комплексный характер. Их решение может занять довольно продолжительное время даже с учетом наличия благоприятной политической и экономической ситуации, требуются скоординированные действия со стороны участников рынка и государственных органов.

Рекомендации относительно возможных мер, которые следует рассмотреть в первую очередь, приводятся далее в разделе 5.

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

4.2 ПОТЕНЦИАЛ И ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ РЫНКА ПИ

430 млн долларов

Объемы сделок private equity в Казахстане потенциально могут достигать 430 млн долларов ежегодно.

Если отталкиваться от консервативного сценария[81] по бенчмаркам ПИ/ВВП и ПИ/M&A, то ежегодный объем сделок private equity в Казахстане потенциально может увеличиться еще в 2 – 2,7 раза или **на 160–270 млн долларов** с общим ежегодным объемом равным 320–430 млн долларов.

Показатель ПИ/ВВП в Казахстане составляет ~0,066%, что связано с низкой зрелостью рынка.

Так или иначе, по данному показателю Казахстан отстает от показателей России, Малайзии, Бразилии и Индонезии в 2 раза, от среднего значения по перечисленным на рисунке 48 странам в ~5,3 раза, а от Великобритании и США - в 25 раз.

Показатель ПИ/M&A в Казахстане составляет ~3,7%, что в 2,7 раза меньше средних значений по Азиатско-Тихоокеанскому региону и в 3,6 раза меньше мирового уровня.

Показатель M&A/ВВП в Казахстане составляет 2,2%. Казахстан по данному показателю опережает Тунис, Турцию и Индонезию в ~2 раза, а Беларусь и Саудовскую Аравию в 4,7 раза – такой результат, прежде всего, связан с крупными сделками в нефтегазовом и горно-металлургическом секторах.

Рисунок 48. Показатель ПИ/ВВП[82]

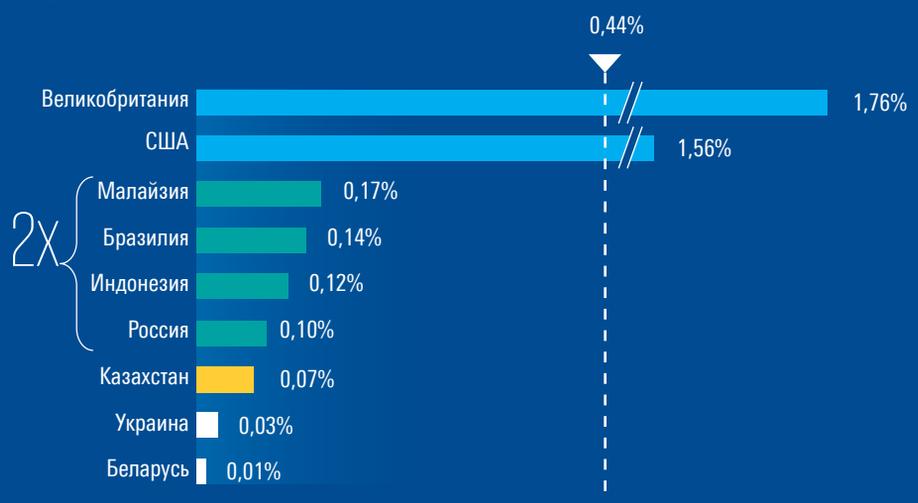
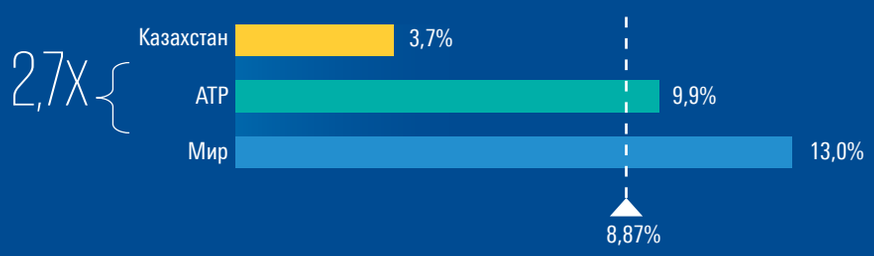


Рисунок 49. Показатель ПИ/M&A[82]

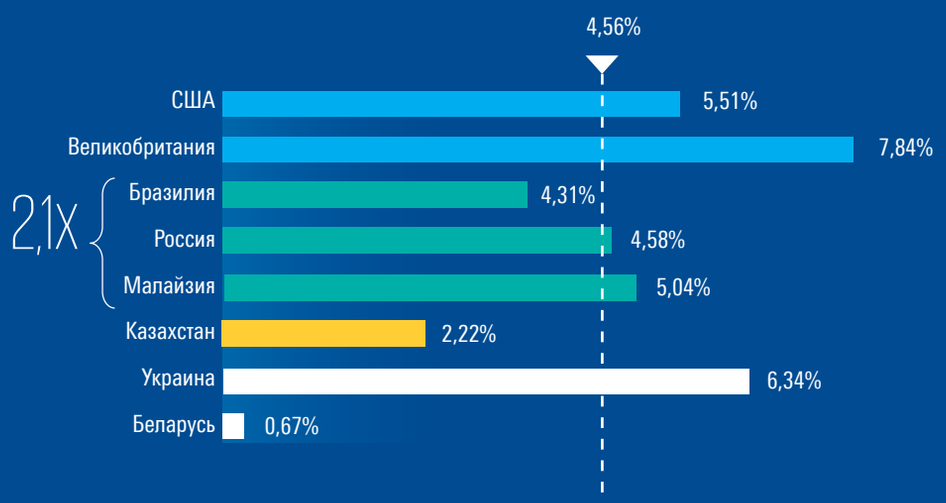


[81] *Бенчмарк ПИ/ВВП: Россия, Малайзия, Бразилия и Индонезия; ПИ/M&A: Азиатско-Тихоокеанский регион (АТР) и мир*

[82] *Внутренняя база KPMG, The Economist, EMPEA, The Bain & Company. Средние значения за период 2009-2018*

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Рисунок 50. Показатель M&A/ВВП[83]



В то же время, показатель M&A/ВВП отстает от среднего значения по перечисленным на рисунке 50 странам в ~1,9 раза, от показателей России, Бразилии и Малайзии в ~2,1 раза, а от развитых рынков, таких как Великобритания и США, – в ~3,1 раза. Таким образом, рынок M&A еще имеет определенный потенциал увеличения на ~3,4 млрд долларов ежегодно.*

[83] Внутренняя база KPMG, The Economist, EMPEA, The Bain & Company. Средние значения за период 2009-2018
*Примечание: *С 2,2% до 4,75% от среднего объема ВВП за период 2008–2018 гг., который составил 172,9 млрд долларов*

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Перспективы развития рынка private equity в Казахстане

62%

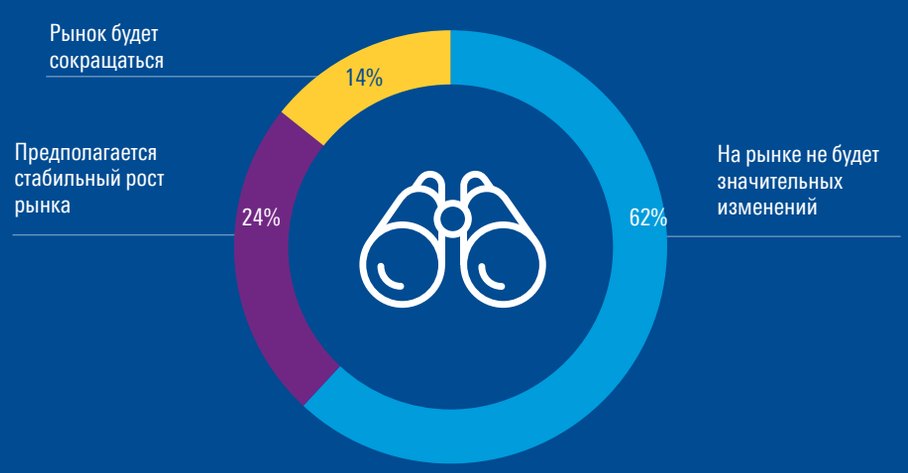
Согласно опросу респондентов, большинство полагают, что в ближайшие 5 лет на казахстанском рынке ПИ не будет значительных изменений, 15% прогнозируют, что рынок будет сокращаться.

При этом стоит отметить, что 24% респондентов ожидают стабильный рост рынка.

Нейтральный настрой большинства респондентов отражает тот факт, что для развития рынка ПИ необходимы масштабные реформы и мероприятия по улучшению инвестиционного климата. Респонденты затрудняются предсказать вероятность и сроки проведения данных реформ. Однако, с учетом мировых тенденций на рынке ПИ, можно ожидать как минимум стабильных показателей для рынка private equity в Казахстане. В случае реализации реформ по улучшению инвестиционного климата, активного развития МФЦА или улучшения позиций Казахстана в рейтинге пограничных рынков (frontier markets) к 2023 году, рост рынка вполне вероятен.

Казахстан на фоне других рынков выглядит привлекательным: размеры и масштабы страны, проведение многовекторной внешней политики. При надлежащем развитии инфраструктуры ПИ в стране, включая развитие законодательной базы, расширение набора финансовых инструментов для финансирования и выхода из инвестиций, увеличение глубины финансовых рынков для повышения ликвидности инвестиций, реализации других инициатив, нацеленных на привлечение инвестиций в экономику, а также наращивании профессиональных компетенций и последующего формирования специализированных участников рынка ПИ, Казахстан сможет не только обеспечить стабильный приток инвестиций, но и создаст предпосылки для устойчивого развития рынка частного акционерного капитала и экономического роста в ближайшие годы.

Рисунок 51. Прогноз развития рынка ПИ в Казахстане до 2023 года (по результатам опроса респондентов)



Источник: по результатам интервью с респондентами

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

5 Возможности и рекомендации по развитию рынка ПИ в Казахстане

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

В результате опроса респондентов были получены следующие рекомендации по дальнейшему развитию рынка ПИ в Казахстане:

Рисунок 52. Рекомендации по развитию рынка ПИ в Казахстане[84]

28% **Повышение информационной прозрачности рынка private equity**

18% **Развитие английского права на базе Суда МФЦА**

16% **Улучшение мер по инвестиционному климату, репутации, защите ведения бизнеса**

15% **Воспитание культуры private equity, повышение финансовой грамотности среди предпринимателей**

12% **Развитие профессиональных компетенций участников рынка, содействие улучшению образования в области финансов**

4% **Завершение процессов по оздоровлению банковского сектора Казахстана**

3% **Содействие появлению на рынке большего количества малых и средних фондов путем упрощения требований к ним**

2% **Возможность рассмотрения инвестирования пенсионных денег в ФПИ**

2% **Эффективное управление стрессовыми активами**

[84] *По результатам опроса респондентов*

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Большинство из представленных рекомендаций скорее являются точечными инициативами, которые были категоризированы в результате анализа к настоящему исследованию (рисунок 53). Возможности переходят от общих категорий к частным инициативам и рекомендациям, которые будут описаны далее более подробно.

Рисунок 53. Возможности развития рынка ПИ в разбивке по категориям

Комплексное развитие рынка ПИ

1. Мониторинг комплексного показателя развития рынка ПИ, включающего в себя оптимальное количество факторов, подлежащих количественной оценке
2. Рассмотрение возможности установления соответствующих KPI перед профильным ведомством по улучшению позиции Казахстана относительно других стран

Потенциальные точки роста

1. Экспорт как ключ к устойчивому развитию бизнеса и государства
2. Фокус на раскрытие потенциала МСБ
3. Реабилитация стрессовых активов как фундамент будущего роста

Развитие инфраструктуры ПИ

1. Внесение изменений и дополнений в нормативные правовые акты
2. Совершенствование налогообложения
3. Проработка законодательства в части хеджирования валютных рисков
4. Повышение привлекательности казахстанской юрисдикции для участников рынка ПИ, улучшение мер по защите ведения бизнеса

Стимулирование активности на рынке капиталов

1. Создание и развитие торговых площадок по привлечению инвесторов для бизнеса (МСБ)
2. Передача пенсионных активов независимым управляющим и возможность рассмотрения их инвестирования в ФПИ

Популяризация инструмента и развитие культуры ПИ

1. Совершенствование взаимодействия участников экосистемы рынка ПИ в Казахстане
2. Воспитание культуры привлечения профессиональных инвесторов в акционерный капитал среди казахстанского бизнеса

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Мониторинг и комплексное развитие private equity

Как было показано в разделе 4 «Определение проблем развития рынка прямых инвестиций в Казахстане», на развитие private equity влияет множество внутренних и внешних факторов, которые необходимо развивать в комплексе.

Например, развитие человеческого капитала является одним из ключевых факторов развития экономики, что напрямую и косвенно влияет на развитие private equity.

В Казахстане наблюдается недостаточная степень развития профессиональных компетенций на всех уровнях деятельности компаний – от исполнителей до управляющих. Повышение компетенций и профессиональных навыков является отдельной задачей, стоящей перед соответствующим ведомством, однако не может игнорироваться при рассмотрении развития private equity.

Таким образом, рекомендуется отслеживать комплексный показатель развития рынка private equity, включающий в себя оптимальное количество факторов, подлежащих количественной оценке для мониторинга прогресса как по каждому из отдельных параметров, так и по всем в совокупности. Одним из таких показателей является международный индекс привлекательности страны для осуществления венчурных и прямых инвестиций (Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index), в котором Казахстан занимает 57-е (из 125) место. В данном индексе одной из пяти категорий факторов, влияющих на развитие рынка private equity и венчурного капитала, является «Человеческий капитал и социальная среда».

Следует рассмотреть возможность установления соответствующих KPI перед профильным ведомством по улучшению позиции Казахстана относительно других стран в соответствии с методологией принятого индекса.

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Потенциальные точки роста: экспорт, МСБ и стрессовые активы

1 Экспорт как ключ к устойчивому развитию бизнеса и государства

В Казахстане существует много неосвоенных ниш для предпринимателей в части импортозамещения или создания новых продуктов. Однако, как говорилось ранее в разделе 1, в стране наблюдается достаточно небольшой объем внутреннего потребления, что ограничивает рост бизнеса, а нестабильность национальной валюты ставит под угрозу его устойчивость.

На наш взгляд, развитие экспортоориентированных проектов и бизнеса с валютной выручкой должно быть ключевой повесткой развития экономики страны.

Казахстан расположен между огромными рынками – Россией и Китаем, также в последние годы огромный потенциал наблюдается в Узбекистане. В то же время удаленность Казахстана от крупных мировых рынков с устойчивой валютой влечет за собой высокие логистические издержки и снижает конкурентоспособность казахстанских товаров на данных рынках. Таким образом, для развития экспорта должны появиться новые бизнес-модели и проекты, имеющие выручку на зарубежных рынках с устойчивой валютой. Для стимулирования экспорта в Казахстане предусмотрен определенный перечень мер, включающий комплексные государственные программы.

2 Фокус на раскрытие потенциала МСБ

Доля среднего бизнеса в ВВП Казахстана, по данным за 2017 год, составила 4,6%, малого бизнеса – 22,5%[85]. Сегодня политика государства направлена на поддержку сектора МСБ как потенциального драйвера экономики.

Так, в 2019 году ККМ запустил программу льготного финансирования в капитал на общую сумму до 50 млрд тенге. Программа предполагает финансирование инвестиционных проектов по двум направлениям: финансирование МСБ и корпоративного бизнеса. По первому направлению оператором выступает фонд ККМ – Baiterek Venture Fund, финансирование на сумму до 1 млрд тенге предоставляется под гарантию банков-партнеров. По второму направлению операторами программы выступают Baiterek Venture Fund и созданный в 2019 году фонд KCM Sustainable Development Fund I под управлением кэптивной команды ККМ – BV Management. Финансирование будет направлено на поддержку корпоративного бизнеса с размером инвестиций от 1 до 5 млрд тенге. Конечная ставка вознаграждения по двум направлениям составит не более 8% годовых. Предлагаемые условия программы направлены на увеличение привлекательности инструментов ПИ среди МСБ и потенциально будут способствовать более широкому распространению инструментов ПИ в Республике Казахстан.

Более того, на рынке наблюдается активность со стороны частных фирм, инвестирующих в акционерный капитал МСБ, таких как Falconry и iKapitalist (SME Growth Fund).

[85] *По данным МНЭ РК*

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

3 Реабилитация стрессовых активов как фундамент будущего роста

В экономике накопились большие объемы неработающих кредитов. В рамках действующего законодательства банки передают право требования по сомнительным и безнадежным займам своим дочерним структурам или продают займы с дисконтом Фонду проблемных кредитов[86], функционирующему при Министерстве финансов Республики Казахстан.

Как утверждают респонденты, в силу несовершенства налогового и правового законодательства, а также отсутствия прозрачной[87] схемы приобретения проблемных активов в Казахстане существуют сложности в работе с ними.

Управление стрессовыми активами является отдельным рынком и особой нишей в сегменте инвестиций private equity. Задача управляющих – это не только покупка с хорошим дисконтом и продажа с накруткой, но и восстановление предприятий.

Эффективное управление стрессовыми активами может позволить вернуть в экономику многие предприятия и создать фундамент для формирования новых пайплайнов проектов на стадии роста для ФПИ.

Оздоровление проблемных предприятий возможно осуществить с помощью привлечения независимых ФПИ, имеющих соответствующий опыт и компетенции. Для этого необходимо в первую очередь создать благоприятную правовую базу, прозрачную схему взаимодействия этих ФПИ с банками, а также с фондом проблемных кредитов.

Предлагается разработать комплексную Программу передачи проблемных активов независимым управляющим компаниям в соответствии с наилучшими мировыми практиками совместно с НБ РК и Министерством финансов Республики Казахстан. Целью программы может являться нахождение оптимального решения для всех заинтересованных сторон, включая владельцев бизнеса, представителей банков, государственных органов, инвесторов, управляющих ФПИ. Также в рамках подобной Программы возможно создание прозрачной площадки для взаимодействия между ними.

---

[86] В 2012 году в рамках комплексного оздоровления банковского сектора было создано АО «Фонд проблемных активов» с целью консолидации и управления проблемными активами. В 2017 году НБ РК вышел из состава акционеров ФПК – единственным владельцем и акционером стало Правительство в лице Комитета государственного имущества и приватизации Министерства финансов Республики Казахстан. А в 2018 году АО «Фонд проблемных кредитов» было реорганизовано путем слияния с АО «Компания по реабилитации и управлению активами», созданным в рамках Программы совместно со Всемирным банком, усилив свои позиции

[87] Подразумевается достоверная и раскрытая информация о проблемном предприятии

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Развитие инфраструктуры ПИ посредством развития казахстанской юрисдикции, совершенствования законодательства и нормативно-правовой базы

1 Внесение изменений и дополнений в нормативные правовые акты

В законодательстве Казахстана недостаточно проработан вопрос с производными финансовыми инструментами (call options, put options, swaps), хедж-фондами. Некоторые респонденты отмечают, что это создает сложности при структурировании сделок. При этом, большинство иностранных фондов имеют конечных владельцев, зарегистрированных в офшорных зонах. Компании, получившие инвестиции от таких фондов, имеющих среди акционеров офшорные структуры, сталкиваются с проблемами при получении кредитов от банков в Казахстане, так как по требованиям НБ РК банки должны создавать 100% провизий по таким кредитам сразу, что напрямую влияет на их чистую прибыль и достаточность капитала.

Многие респонденты отмечают недостаточную защищенность прав миноритарных акционеров. Соответственно, меры по защите прав и интересов миноритарных акционеров необходимо усилить на законодательном уровне.

2 Совершенствование налогообложения

Одним из перспективных направлений повышения инвестиционной активности и деятельности ФПИ являются налоговые льготы для реализации инвестиционных проектов. Например, в Казахстане налоговые льготы распространяются для «инвестиционных приоритетных проектов» (ИПП). Однако, данный механизм недостаточно адаптирован под реалии местного рынка: установлены единые требования по капиталовложению для всех субъектов предпринимательства и отраслей, что создает барьеры для менее капиталоемких отраслей и субъектов среднего предпринимательства. Кроме того, в Налоговом кодексе предусмотрено освобождение определенного перечня сырья и материалов от НДС на импорт при условии, что они будут использованы в рамках инвестиционного контракта. При этом данное освобождение не распространяется на инвестиционные приоритетные проекты.

Неравные условия предоставления налоговых льгот по НДС на импорт для лиц, реализующих разные виды инвестиционных проектов, могут снижать привлекательность механизма ИПП для бизнеса и инвесторов.

Для стимулирования развития производства отечественных товаров, работ и услуг, а также развития субъектов среднего предпринимательства предлагается внести ряд поправок в текущее законодательство в части реализации ИПП в целях повышения эффективности механизма для бизнеса и государства, в соответствии с лучшими мировыми практиками:

1) Изменения и дополнения в Предпринимательский кодекс РК в части дифференциации требований по капиталовложению в разрезе отраслей производства и субъектов предпринимательства;

2) Поправки в Налоговый кодекс РК в части переноса срока начала предоставления налоговых льгот по корпоративному подоходному налогу на момент получения первой прибыли, а также поэтапная инициализация налоговой нагрузки в части КПН, в целях смягчения эффекта налогообложения.

3) Распространение налоговых льгот по НДС на импорт в отношении определенного перечня импортируемого сырья и материалов для лиц, реализующих ИПП (при условии, что данное сырье и материалы будут использованы в рамках соответствующего инвестиционного контракта).

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

3 Проработка законодательства в части хеджирования валютных рисков

В общемировой практике хеджирование является распространенным инструментом для снижения рисков непредвиденных убытков (колебание индексов, цен, курсов валют). На сегодняшний день законодательство Казахстана в части хеджирования дает лишь общие положения, которые могут быть интерпретированы предпринимателями и государственными органами, в том числе налоговыми органами, по-разному. Это создает потенциальные налоговые риски для предпринимателей и ограничивает количество казахстанских компаний, которые готовы использовать данный инструмент в своей деятельности.

Гражданский кодекс РК имеет общие положения по производным финансовым инструментам, которые, как правило, и используются для уменьшения рисков предпринимателей, т.е. для целей хеджирования. Само понятие «хеджирование» в гражданском законодательстве отсутствует.

Налоговый кодекс РК предусматривает особенности налогового учета по операциям хеджирования. При этом отсутствие в законодательных актах как базовых понятий, так и механизма функционирования хеджирования, не позволяет предпринимателям управлять своими рисками, связанными с влиянием внешних факторов: изменением курса валюты, сезонных колебаний цен и так далее.

Предлагается проработать правовую основу для активизации использования инструментов хеджирования в Казахстане, используя международный опыт.

Предлагается ввести в законодательство (Гражданский кодекс, Предпринимательский кодекс, Налоговый кодекс, биржевое законодательство) понятие «хеджирование», обозначить механизм его использования, проработать вопросы правового регулирования и налогообложения.

4 Повышение привлекательности казахстанской юрисдикции для участников рынка ПИ, улучшение мер по защите ведения бизнеса

Несмотря на значительный прогресс, достигнутый в последние годы в Казахстане, нереализованными оставались возможности дальнейшего повышения прозрачности и предсказуемости судебной системы, а именно недостатки законодательства, отсутствие прозрачности в деятельности судов, а порой и непредсказуемость принимаемых судебных решений. Все это могло привести к тому, что в глазах значительного числа участников рынка ПИ структурирование сделок в казахстанской юрисдикции продолжало восприниматься как дополнительный фактор риска.

Для рынка ПИ знаменательным событием послужило создание Суда при Международном финансовом центре «Астана» (МФЦА), который будет работать в соответствии с принципами англосаксонского права, в котором судебный прецедент определяет решения суда во всех последующих делах до тех пор, пока не будет отменен вышестоящей инстанцией. В делах, в которых участвуют стороны из разных стран, возможна юрисдикция британских судов, хотя конкретные факторы, определяющие юрисдикцию, довольно сложны, и хорошей практикой является включение положения о юрисдикции в контракты.

При этом в целях улучшения деятельности ФПИ на территории Казахстана также рекомендуется предпринять следующие меры:

- предлагается рассмотреть возможность создания в рамках МФЦА организационно-правовой формы неюридического лица (по аналогии C.V., L.P.), которая позволит создавать компании специального назначения без получения разрешения от уполномоченного органа субъектам квазигосударственного сектора и предоставляет возможность международным инвестиционным фондам работать по общепринятым западным принципам;

- в целях осуществления деятельности по структурированию ФПИ в Казахстане, предлагается внести соответствующие изменения и дополнения в Предпринимательский Кодекс РК в части нераспространения норм по получению разрешения уполномоченного органа на создание юридических лиц, более 50% акций (долей участия в уставном капитале) которых принадлежит государству и аффилированным с ним лицам.

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Стимулирование активности на рынке капиталов: развитие торговых площадок и адаптация регуляторных ограничений

1 Создание и развитие торговых площадок по привлечению инвесторов для бизнеса

В 2018 году по инициативе ККМ запущена торговая площадка KASE Private Market для организации торгов долями ТОО на базе Казахстанской фондовой биржи, благодаря которой субъекты МСБ получили допуск на KASE с возможностью свободной торговли долями ТОО и раскрытием информации, обеспечивающей надлежащий уровень прозрачности компании для потенциальных инвесторов.

Наличие данного компонента фондового рынка потенциально может способствовать развитию системы ПИ в Казахстане. Преимуществом площадки KASE Private Market является то, что применяются облегченные требования к малым и средним предприятиям по сравнению с организациями в форме акционерного общества.

KASE Private Market открывает для всех видов инвесторов новые возможности приобретения долей участия в перспективных проектах и диверсификации своих инвестиционных портфелей. В свою очередь, ФПИ смогут привлекать инвестиции как на этапе привлечения финансирования, так и на этапе выхода из проектов, что потенциально позволит стимулировать процесс привлечения инвестиций в сферу МСБ, придаст значительный импульс развития ПИ в РК.

Для повышения привлекательности подобных торговых площадок необходима комплексная программа развития и популяризации представляемых на ней инструментов, успешных кейсов и компаний.

2 Передача пенсионных активов независимым управляющим и возможность рассмотрения инвестирования пенсионных денег в ФПИ

Станет ли пенсионная реформа по передаче части активов ЕНПФ в управление частным компаниям драйвером развития фондового рынка и рынка ПИ зависит от условий инвестирования, которые будут установлены для компаний по управлению пенсионными активами (КУПА). Если будут предъявляться требования к рейтингам от BB- и выше, то деньги будут вкладываться в квазигосударственные компании – и развития рынка не будет. Эксперты считают, что развитию фондового рынка будет способствовать установление требований к значительной диверсификации портфелей КУПА и предоставление им возможности инвестировать небольшую долю активов в компании среднего размера.

В международной практике во многих странах пенсионные фонды имеют возможность инвестировать небольшую часть средств в ФПИ. Однако для получения инвестиций из пенсионных средств к ФПИ предъявляется ряд требований по наличию лицензии/регистрации в уполномоченном органе, регулярной публикации отчетности, качеству инвестиционных активов и прочие требования.

Вполне вероятно, что на ранних этапах развития рынка ПИ в Казахстане лучше не ужесточать меры централизованного регулирования и позволить рынку развиваться самостоятельно. Инвестиции институциональных инвесторов (пенсионных фондов, страховых компаний и пр.) могут стать более актуальными при достижении рынком ПИ определенной зрелости. Разрешение на осуществление таких инвестиций в обязательном порядке должно сопровождаться внедрением централизованного регулирования.

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Популяризация инструмента private equity и развитие культуры привлечения инвестиций в акционерный капитал

1 Совершенствование взаимодействия участников экосистемы рынка ПИ в Казахстане: определение игрока, консолидирующего информацию по развитию прямых инвестиций

Неотъемлемым условием успешного развития рынка ПИ в Казахстане является эффективное взаимодействие всех его участников. Для упрощения поиска и отбора новых проектов необходимо повышать уровень взаимодействия между профессиональными участниками экосистемы рынка, бизнес-сообществом и другими.

В международной практике решение таких задач и представление интересов сектора ПИ в целом осуществляют, как правило, отраслевые ассоциации, например, такие как Европейская ассоциация прямых инвестиций и венчурного капитала (ранее EVCA, теперь InvestEurope) в Европе или Арабская ассоциация прямых инвестиций (APEA).

Решению проблемы по развитию информационной среды, позволяющей предприятиям и инвесторам находить друг друга, а также стимулировать связи между малыми, средними и крупными предприятиями, может способствовать создание Казахстанской ассоциации прямых инвестиций.

Кроме того, в число задач ассоциации также могут входить:

— представление интересов профессионалов рынка в органах власти, в средствах массовой информации, в финансовых и промышленных кругах внутри Казахстана и за рубежом;

— консолидация (сбор, анализ) информации об инвестициях в акционерный капитал, включая венчурные и прямые инвестиции, а также рынке M&A;

— повышение прозрачности, доступности и улучшение данных об объемах, динамике и основных сделках с акционерным капиталом будет способствовать повышению инвестиционной привлекательности Казахстана;

— подготовка аналитических материалов о лучших мировых практиках программ поддержки рынка ПИ и венчурного капитала для распространения среди институтов развития рынка ПИ.

2 Воспитание культуры привлечения профессиональных инвесторов в акционерный капитал среди представителей казахстанского бизнеса

С целью воспитания культуры ПИ среди предпринимателей в малом и среднем бизнесе, способствующей привлечению ПИ вместо использования исключительно внутреннего финансирования или получения кредитов, рекомендуется:

— разработать комплексную стратегию продвижения и популяризации инструмента инвестирования в акционерный капитал, используя доступные государственные каналы коммуникации, включая форумы, ассоциации и прочее;

— разработать публично доступные курсы по работе с ФПИ для заинтересованных компаний (проработать вопрос совместно с НПП), включая примеры развития корпоративной культуры, разработки проектной документации и другое.

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

6 Методология исследования

База данных KPMG по казахстанскому рынку слияний и поглощений

Настоящее исследование подготовлено с использованием информации из базы данных KPMG по казахстанскому рынку слияний и поглощений, сформированной в 2019 году.

База данных включает в себя сделки, в которых объектом приобретения (при покупке иностранными компаниями) или покупателями (при покупке иностранных активов) или/и объектом, и покупателем (при внутренних сделках) являются казахстанские компании/резиденты Республики Казахстан. Все данные отражают сделки, завершенные в период с 2008 по 2018 гг. В будущем данные могут отличаться от представленных в настоящем исследовании, поскольку база данных KPMG по казахстанскому рынку слияний и поглощений обновляется ретроспективно в части отмененных сделок и информации, впоследствии размещенной в открытом доступе, а также других корректировок.

Данные отражают сделки любой стоимости, а также сделки, информация об объеме которых не разглашалась.

База данных KPMG по казахстанскому рынку слияний и поглощений создана с использованием баз данных Mergermarket, Capital IQ, других источников, а также данных, озвученных во время интервью к настоящему исследованию, и размещенных в открытом доступе (в том числе в пресс-релизах компаний).

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Для классификации сделок по отраслям мы можем применять собственное профессиональное суждение, в связи с чем классификация может быть субъективной.

Мы не проводили подробной проверки всех данных, отраженных в базе данных KPMG по казахстанскому рынку слияний и поглощений и не можем нести ответственность за их абсолютную точность и полноту. Анализ альтернативных источников/баз данных по сделкам может привести к результатам, отличающимся от тех, которые представлены в настоящем исследовании.

База данных KPMG сформирована с целью дальнейшего мониторинга, интеграции с другими источниками информации и улучшения.

Расчет количества сделок и объемов рынка private equity

Были введены 7 категорий[88] покупателей (acquirer) и продавцов (vendor): международные инвесторы, государственные/квазигосударственные компании, казахстанские бизнес-конгломераты/семейные офисы, классические ФПИ, кэптивные FO/PE фонды, неразглашенные инвесторы и другие. На основе базы данных KPMG по казахстанскому рынку слияний и поглощений, по каждой из ~1500 сделок, собранных за период 2008–2018 гг., была определена категория покупателя и продавца того или иного актива/инвестиционной цели.

Таким образом, выделяя категорию покупателей (acquirer) – классические ФПИ и кэптивные FO/PE, а также, избирая казахстанские активы, мы определяли объем внутреннего рынка private equity. Данные по инвестициям private equity игроков в зарубежные активы имели ограниченный характер и не были освещены в данном исследовании.

Для определения объема выходов применялся аналогичный подход, но выделялась категория продавцов (vendor). В случае с выходами отдельно были определены выходы казахстанских компаний из зарубежных активов. Частичные выходы считались как полноценные.

Бенчмарки и оценка потенциала рынка private equity

Показатель M&A/ВВП отражает насыщенность рынка сделок с частным акционерным капиталом, что для private equity игроков указывает как на возможности для поиска проектов (deal sourcing opportunities), так и на возможности для выхода (exit opportunities) из них.

Более того, в странах с развитым рынком M&A, как правило, обильно осуществляют деятельность профессиональные участники рынка, такие как инвестиционные банки, аудиторские/юридические фирмы, M&A-бутики и консультанты, необходимые для успешного осуществления VC/PE сделок[89] и эффективного функционирования всей инвестиционной экосистемы.

Основными игроками на рынке M&A в разных странах являются как внешние, так и внутренние инвесторы, включая крупные транснациональные компании, бизнес-конгломераты, семейные офисы и государство.

Показатель ПИ/ВВП также называют показателем проникновения private equity (PE penetration index), который отражает глубину рынка относительно всей экономики страны.

Показатель ПИ/M&A позволяет оценить роль и развитие инструмента private equity в сегменте прямых инвестиций в капитал.

Оценка потенциала рынка private equity осуществлялась комбинировано на основе показателей ПИ/M&A и ПИ/ВВП. Показатель ПИ/ВВП сравнивался относительно бенчмарков по следующим странам: Россия, Бразилия, Индонезия, Малайзия, а ПИ/M&A по показателю **Азиатско-Тихоокеанского региона и мира.** Использовались средние объемы M&A и ВВП Казахстана за 10 лет.

[88] *Определения категорий бизнес-конгломератов/семейных офисов, классических ФПИ и кэптивных FO/PE фондов были введены в рамках анализа участников рынка в настоящем исследовании*

[89] *The Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index 2018*

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Интервью с участниками рынка private equity

В рамках данного исследования были проведены интервью с участниками рынка ПИ в Казахстане. В общей сложности было проведено 35 интервью (очные и телефонные) с респондентами, представляющими:

- крупные бизнес-конгломераты и семейные офисы
- местные и международные управляющие ФПИ фирмы
- международные финансовые институты
- государственные/квазигосударственные компании
- фирмы, осуществляющие профессиональные услуги на рынке капиталов

Респондентами являлись лица, занимающие руководящие позиции: акционеры/председатели совета директоров/генеральные/управляющие/финансовые/инвестиционные директора/директора подразделений.

Опрос бизнес-сообщества

В рамках исследования был проведен опрос бизнес-сообщества, в котором приняло участие более 100 респондентов, являющихся представителями крупного, среднего и малого бизнеса, осуществляющих свою деятельность на территории Казахстана. Целью опроса было выяснить осведомленность бизнес-сообщества об инструменте ПИ, их заинтересованность в привлечение ПИ, а также практические и потенциальные проблемы при работе с ПИ.

ПОРТРЕТ РЕСПОНДЕНТОВ

57% респондентов являются компаниями со среднегодовой численностью сотрудников не более 100 человек. 22% опрошенных имеют в штате от 101 до 250 человек. Крупные компании с численностью более 3 000 человек составляют 4%.

Большую часть респондентов составляют компании со среднегодовым доходом от 757,5 млн до 7,5 млрд тенге. 8% опрошенных относятся к крупному бизнесу с доходом более 30 млрд тенге.

Рисунок 54. Показатели компаний по численности работников

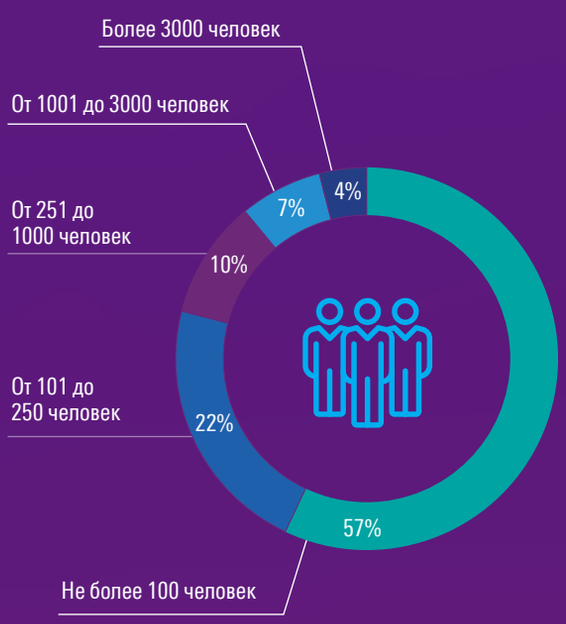
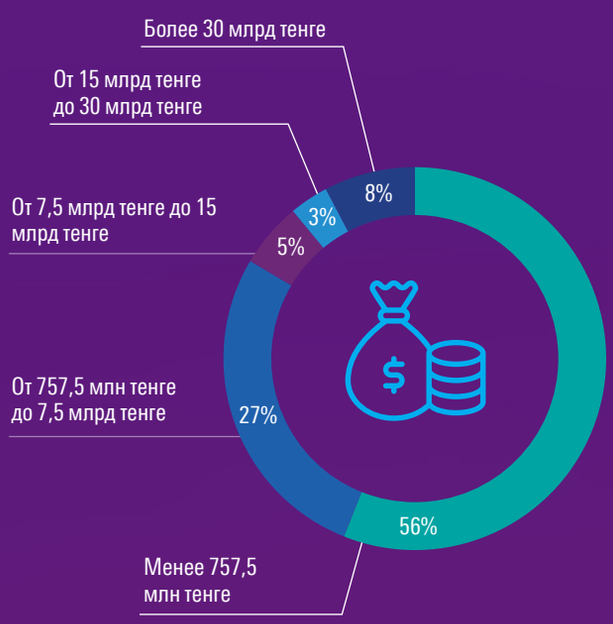


Рисунок 55. Показатели компаний по среднегодовой доходности



Источник: анализ KPMG

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Треть всех опрошенных имеет опыт работы на рынке более 10 лет. Лишь 5% являются относительно новыми компаниями – срок их деятельности составляет менее года.

Рисунок 56. Длительность существования на рынке

Источник: анализ KPMG

Из 100 опрошенных респондентов 4% респондентов отметили, что государство является крупным акционером в компании.

У около 22% всех опрошенных респондентов основным видом деятельности является торговля. По 10% приходится на информацию и связь, а также обрабатывающую промышленность.

Рисунок 57. Основной вид деятельности респондентов

Торговля	22%
Другое	15%
Информация и связь	10%
Обрабатывающая промышленность	10%
Сельское, лесное и рыбное хозяйство	9%
Строительство	7%
Операции с недвижимым имуществом	4%
Образование	4%
Профессиональная, научная и техническая деятельность	3%
Административное обслуживание	3%
Здравоохранение и социальные услуги	3%
Искусство, развлечения и отдых	2%
Финансовая и страховая деятельность	2%
Транспорт и складирование, ремонт транспортных средств	2%
Услуги по предоставлению проживания и питания	2%
Горнодобывающая промышленность и разработка карьеров	1%

Примечание: был возможен выбор нескольких вариантов ответа

Источник: анализ KPMG

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

7 Глоссарий

Cash-on-Cash (CoC) – отношение суммы продажи (выхода) к сумме инвестиций (входа).

Венчурный капитал (Venture capital) – вид ПИ, направленный на инвестиции с высоким уровнем риска в компании, имеющие значительный потенциал роста.

Внутренняя норма доходности (Internal Rate of Return, IRR) – показатель возврата на вложенный капитал, рассчитываемый как отношение прибыли периода к сумме инвестиции. IRR вычисляется как усредненная за год эффективная суммарная норма доходности с использованием ежемесячных потоков наличности и ежегодных оценок.

Выделенный капитал (Committed capital) – выделенные инвестиционные средства, которые ограниченные партнеры (LP) обязуются предоставить фонду прямых инвестиций. Сумма выделенного капитала всех ограниченных партнеров фонда равна размеру фонда.

Выкуп (Buyout) – выкуп контрольного пакета акций компаний. Обычно подобные сделки финансируются в комбинации средств ограниченных партнеров и заемных средств – такие сделки называются Leveraged Buyout (LBO).

Высокообеспеченные частные лица (High-net-worth individuals, HNWI) – частные лица, имеющие ликвидные активы на сумму свыше определенного порогового значения. Обычно это сумма свыше 1 млн долларов. В данном отчете под высокообеспеченными частными лицами имеется в виду категория лиц, имеющих оценку финансового состояние свыше 50 млн долларов (Ultra HNWI).

Выход (Exit or Divestment) – заключительная стадия процесса прямого инвестирования: продажа принадлежащего инвестору пакета акций и его выход из компании.

«Дойные коровы» (Cash cows) – вид активов (бизнес/продукт), стабильно приносящий высокую прибыль, которая используется для финансирования инвестиций компании. Обычно cash cows не имеют значительного потенциала роста, тогда как другой вид активов – rising stars («восходящие звезды») являются точками роста компании.

Капитал роста или капитал развития (Growth Capital or Development Capital) – вид ПИ, направленный, как правило, на приобретение миноритарной доли участия в относительно зрелых компаниях, которые находятся в поиске капитала для финансирования роста, расширения или реструктуризации деятельности, выхода на новые рынки.

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Квазигосударственный сектор – это государственные предприятия, ТОО, АО, в том числе национальные холдинги, компании, участником или акционером которых является государство, а также дочерние, зависимые и иные юридические лица, являющиеся аффилированными с ними в соответствии с законодательными актами Республики Казахстан.

Миноритарная доля (Minority Stake) – неконтрольная доля владения в компании по отношению к другим, более крупным инвесторам.

Мобилизация капитала (Fundraising) – процесс сбора денег венчурными капиталистами для создания инвестиционного фонда. Эти средства собираются от частных, корпоративных или институциональных инвесторов и передаются в фонд, из которого будут производиться инвестиции управляющей компанией.

Народное IPO – государственная программа, направленная на продажу государственной доли в предприятиях на фондовом рынке гражданам Республики Казахстан.

Пайплайн (Pipeline) – список потенциальных сделок/проектов, которые находятся на разных стадиях подписания/рассмотрения.

Партнер с ограниченной ответственностью (Limited Partner, LP) – инвестор в партнерстве с ограниченной ответственностью, который не принимает участия в управлении им и несет ограниченную ответственность по отношению к его долгам и обязательствам.

Посев/Ранняя стадия (Seed/early stage) – стадия развития компании, на которой она находится на стадии разработки первоначальной концепции. Как правило, компании на ранней стадии не генерирует продажи.

Просроченные кредиты (Non-performing loans, NPL) – кредиты, просроченные на срок свыше 90 дней, или другие кредиты, по которым не ожидается получение платежей.

Пограничный рынок (Frontier Market) – термин, введенный IFC в 1992 году, обозначающий категорию стран более развитых, чем наименее развитые страны (НРС), но все еще недотягивающих по определенным параметрам до полноценно развивающихся (emerging) стран.

Портфельные инвестиции – пассивные инвестиции в ценные бумаги компаний (не предусматривают участия инвестора в управлении предприятиями).

Прямые инвестиции (Private Equity, ПИ) – класс частных инвестиций в акционерный капитал. В данном исследовании под ПИ понимаются инвестиции, осуществляемые классическими ФПИ и кэптивными ФПИ при семейных офисах/бизнес-конгломератах, то есть профессиональными инвесторами, имеющими свойства, описанные в разделе 2.

Публичная компания – акционерное общество, акции которого обращаются на фондовом рынке свободно, без ограничений.

Пут-опцион – контракт, дающий покупателю право, но не обязательство продать актив по определенной цене в течение определенного периода времени.

Семейный офис (Family office) – это офис, предоставляющий услуги одной или нескольким семьям. Возможен широкий спектр услуг от инвестиционного менеджмента и консалтинга, учетного, налогового и финансового консалтинга вплоть до учебного планирования или услуг консьержей.

Слияния и поглощения (Mergers & Acquisitions, M&A) – это общий термин, включающий в себя ряд различных сделок, таких как слияния, приобретения, консолидация, покупка активов и приобретения для управления. Приобретение – это получение контроля или собственности в компании. Финансовые операции по слиянию/приобретению/консолидации компаний часто проводятся несколькими транзакциями и различными юридическими/физическими лицами, а информация о приобретаемой доли в компании неизвестна. В контексте настоящего исследования M&A рассматривается в широком смысле, как приобретение доли в уставном капитале непубличной компании.

Стадия расширения (Late stage) – компания является действующей и нуждается в финансировании с целью выхода на новые рынки и увеличения объема производства/доли на рынке.

Стратегический инвестор – компания, которая может быть/является заинтересованной в приобретении доли в портфельной компании ФПИ. Обычно стратегический инвестор осуществляет бизнес в аналогичной индустрии с портфельной компанией.

Стратегия выхода (Exit Strategy) – план ФПИ или частного инвестора по завершению инвестиции, ликвидации своей доли в компании и получения максимального дохода. Стратегии: прямая продажа, продажа путем публичного предложения (включая IPO); списание, выплата привилегированных акций/займов, продажа другому ФПИ; продажа финансовой организации.

Управляющая компания (General Partner, GP) – компания, имеющая неограниченную персональную ответственность по отношению к долгам и обязательствам партнерства с ограниченной ответственностью и право участвовать в его руководстве. Обычно управляющей компанией является фирма, управляющая средствами ФПИ или венчурных фондов.

Фонды прямых инвестиций (Private Equity Fund, ФПИ) – это финансовые структуры, привлекающие средства частных и институциональных инвесторов для последующего вложения в акционерный капитал компаний. В данном исследовании определение ФПИ сужается до рассмотрения двух категорий: классические ФПИ и кэптивные ФПИ при семейных офисах/бизнес-конгломератах. Подробное описание свойств классических ФПИ, кэптивных ФПИ при семейных офисах/бизнес-конгломератах приводится в разделе 2.

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

8 Список сокращений

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

ABF – Almex-Baiterek Fund

ACAF – Aureos Central Asia Fund

ADB (АБР) – Asian Development Bank (Азиатский банк развития)

AIFC (МФЦА) – Astana International Financial Centre (Международный финансовый центр «Астана»)

AIX – Astana International Exchange

BVCP – Baring Vostok Capital Partners

BVF – Baiterek Venture Fund

CAGR – Compound Annual Growth Rate

CDC – Commonwealth Development Company

CKIF – CITIC Kazyna Investment Fund

DBK EF – DBK Equity Fund

EBRD (ЕБРР) – Eurasian Bank of Reconstruction and Development (Европейский банк реконструкции и развития)

EIF – European Investment Fund

EMPEA – Emerging Market Private Equity Association

ENIF – Eurasian Nurly (Bright) Investment Fund

FDI (ПИИ) – Foreign Direct Investment (Прямые иностранные инвестиции)

FGF – Falah Growth Fund

FMO – Голландский банк развития

FO – Family office (семейный офис)

GP – General Partner (управляющие компании)

HMRC – Her Majesty's Revenue and Customs

IDB (ИБР) – Islamic Development bank (Исламский банк развития)

IFC – International Finance Corporation

IIF – Islamic Infrastructure Fund

IPO – Initial Public Offering (первичное размещение акций)

IRR (ВНД) – Internal rate of return (внутренняя норма доходности)

KAGF – Kazakhstan "Silk Road" Agriculture Growth Fund

KCM SDF – KCM Sustainable Development Fund

KCRF – Kazakhstan Capital Restructuring Fund

KGF – Kazakhstan Growth Fund

KIF – Kazakhstan Infrastructure Fund

LP – Limited Partner (ограниченный партнер)

M&A – Mergers and Acquisitions (Слияния и поглощения/приобретения)

MIRA – Macquire Infrastructure and Real Assets

MRIF – Macquire Russia and CIS Infrastructure Fund

PE (ПИ) – Private equity (Прямые инвестиции)

RCF – Resources Capital Fund

RCG – Resources Capital Group

RKFN (РКФН) – Russian-Kazakhstan Fund of Nanotechnologies (Российско-казахстанский фонд нанотехнологий)

ROA – Return on Assets

ROE – Return on Equity

VC – Venture Capital

WB (ВБ) – World Bank (Всемирный банк)

WCP – Wolfensohn Capital Partners

АТР – Азиатско-Тихоокеанский регион

БРК – АО «Банк Развития Казахстана»

ВВП – Валовый внутренний продукт

ВВП (ППС) – Валовый внутренний продукт по паритету покупательской способности

ГМК – Горно-металлургический комплекс

ГПИИР – Государственная программа индустриально-инновационного развития

ГЦБ – Государственные ценные бумаги

Доллар – Доллар США

ЕНПФ – Единый накопительный пенсионный фонд

ИТ – Информационные технологии

КИСИ – Казахстанский институт стратегических исследований

ККМ – АО «Казына Капитал Менеджмент»

КПД – Ключевые показатели деятельности

МНЭ РК – Министерство национальной экономики РК

МСБ – Малый и средний бизнес

МФИ – Международный финансовый институт

МФО – Международная финансовая организация

НАТР – АО «Национальное агентство по технологическому развитию»

НБ РК – Национальный банк РК

НГК – Нефтегазовый комплекс

ОЭСР – Организация экономического сотрудничества и развития

ПУРЦБ – Профессиональные участники рынка ценных бумаг

РЦБ – Рынок ценных бумаг

УК – Управляющая компания

ФПИ – Фонд(-ы) прямых инвестиций

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

9 Приложения

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Приложение 1 - Список ассоциаций прямого и венчурного инвестирования в мире

Ассоциация Институциональных Инвесторов с Ограниченной Ответственностью (ILPA, Institutional Limited Partners Association)

Ассоциация Венчурного Инвестирования Стран Персидского Залива (GVCA, Gulf Venture Capital Association)

Ассоциация Венчурного Инвестирования Гонконга (HKVCA, Hong Kong Venture Capital Association)

Ассоциация Прямого Инвестирования Арабских Государств (APEA, Arab Private Equity Association)

Африканская Ассоциация Венчурного Инвестирования (AVCA, African Venture Capital Association)

Австралийская Ассоциация Венчурного Инвестирования (AVCAL, Australian Private Equity and Venture Capital Association)

Австрийская Организация Прямого и Венчурного Инвестирования (AVCO, Austrian Private Equity and Venture Capital Organisation)

Ассоциация Венчурного и Прямого Инвестирования Квебека (Réseau Capital, Québec Venture Capital and Private Equity Association)

Ассоциация Венчурного Инвестирования Латинской Америки (LAVCA, Latin American Venture Capital Association)

Ассоциация Прямого и Венчурного Инвестирования Нидерландов (NVP, Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen)

Ассоциация Прямого Инвестирования Развивающихся Рынков (EMPEA, Emerging Markets Private Equity Association)

Британская Ассоциация Венчурного Инвестирования (BVCA, British Venture Capital Association)

Венгерская Ассоциация Прямого и Венчурного Инвестирования (HVCA, Hungarian Venture Capital and Private Equity Association)

Датская Ассоциация Венчурного Инвестирования (DVCA, Danish Venture Capital Association)

Европейская ассоциация прямых инвестиций и венчурного капитала (Invest Europe, ранее – EVCA).

Ирландская Ассоциация Венчурного Инвестирования (IVCA, Irish Venture Capital Association)

Испанская Ассоциация Прямого и Венчурного Инвестирования (ASCRI, Spanish Private Equity and Venture Capital Association)

Итальянская Ассоциация Прямого и Венчурного Инвестирования (AIFI, Italian Private Equity and Venture Capital Association)

Канадская Ассоциация Венчурного и Прямого Инвестирования (CVCA, Canada's Venture Capital & Private Equity Association)

Китайская Ассоциация Венчурного Инвестирования (CVCA, China Venture Capital Association)

Латвийская Ассоциация Венчурного Инвестирования (LVCA, Latvian Venture Capital Association)

Марокканская Ассоциация Прямого и Венчурного Инвестирования (AMIC, Association Marocaine des Investisseurs en Capital)

Мексиканская Ассоциация Частного Акционерного Капитала (AMEXCAP, Asociación Mexicana de Capital Privado)

Немецкая Ассоциация Прямого и Венчурного Инвестирования (BVK, Bundesverband Deutscher Kapitalb eteiligungsgesellschaften)

Норвежская Ассоциация Венчурного и Прямого Инвестирования (NVCA, Norwegian Venture Capital & Private Equity Association)

Польская Ассоциация Прямого Инвестирования (PPEA, Polish Private Equity Association)

Португальская Ассоциация Прямого и Венчурного Инвестирования (APCRI, Portuguese Private Equity and Venture Capital Association)

Российская Ассоциация Венчурного Инвестирования (РАВИ)

Словацкая Ассоциация Венчурного Инвестирования (SLOVCA, Slovak Venture Capital Association)

Тунисская Ассоциация Венчурного Инвестирования (ATIC, Tunisian Venture Capital Association)

Финская Ассоциация Венчурного Инвестирования (FVCA, Finnish Venture Capital Association)

Французская Ассоциация Венчурного Инвестирования (AFIC, Association Française des Investisseurs en Capital)

Чешская Ассоциация Венчурного и Прямого Инвестирования (CVCA, Czech Venture Capital and Private Equity Association)

Шведская Ассоциация Прямого и Венчурного Инвестирования (SVCA, Swedish Private Equity and Venture Capital Association)

Швейцарская Ассоциация Прямого и Корпоративного Инвестирования (SECA, Swiss Private Equity and Corporate Finance Association)

Южноафриканская Ассоциация Венчурного и Прямого Инвестирования (SAVCA, Southern African Venture Capital and Private Equity Association)

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Приложение 2. Обзор международного опыта развития рынка прямых инвестиций: Южная Африка

Становление рынка ПИ в Южной Африке является хорошим примером развития сегмента прямых инвестиций в стране с развивающейся экономикой.

Исторически институты развития играли существенную роль в становлении африканской экономики. До 90-х гг. они занимались поддержкой африканской экономики путем предоставления займов, в основном направляемых на поддержку реализации государственных программ развития, позднее их сфера деятельности расширилась до осуществления прямых инвестиций в частные компании, независимо от поддержки со стороны государства.

Присутствие на рынке институтов развития оказало позитивное влияние, т.к. они помогли и продолжают помогать развивать необходимую инфраструктуру для ведения бизнеса, развивают ассоциации ФПИ на уровне отдельных стран и регионов и повышают осведомленность правительств стран об имеющихся законодательных барьерах и необходимости внесения изменений. Также институты развития вносят существенный вклад в оздоровление бизнеса, в который они инвестируют, внедряя стандарты корпоративного управления, защиты окружающей среды, повышая социальную ответственность бизнеса.

В начале 90-х гг. на рынке стали появляться первые частные ФПИ. К 1997 году таких фондов было 12 с общим размером капитала для инвестиций в Африку около 1 млрд долларов. Первоначально их интересы были сконцентрированы в Южной Африке, но позднее они начали инвестировать и в другие африканские страны[90].

Повышение привлекательности африканского рынка ПИ было во многом связано с замедлением роста и падением доходности инвестиций в США и Европе, что заставило инвесторов выходить на рынки развивающихся стран, в том числе в страны Африки. Привлекательность Африки в качестве региона для инвестирования объясняется следующими факторами:

— Хорошие макроэкономические показатели. Африка оказалась менее подвержена мировому финансовому кризису по сравнению с другими странами по причине относительно неразвитого банковского сектора. Прогнозы роста ВВП опережают развитые и многие другие развивающиеся страны;

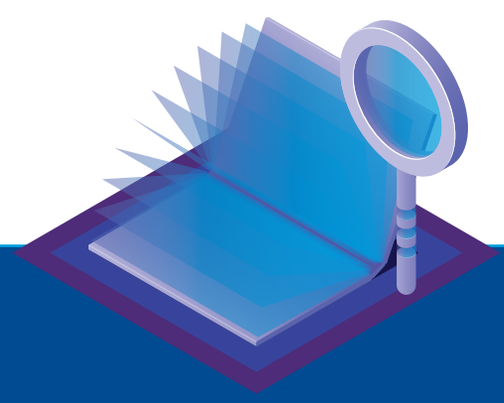
Примеры привлечения средств пенсионных фондов

Южноафриканские пенсионные фонды исторически являются активными инвесторами в ФПИ наряду с институтами развития ввиду неразвитости рынка акций и недостатка других инструментов для вложения средств. До 2011 года размер инвестиций в нелистингованные активы (включая ФПИ) не должен был превышать 5% от вложений пенсионных фондов. В 2011 году лимит был увеличен, пенсионные фонды получили возможность инвестировать в ФПИ до 10% средств. Также мандат крупнейшего африканского пенсионного фонда Government Employees Pension Fund (GEPF) позволяет размещать до 5% активов в инструментах других стран Африки, по большей части в ФПИ.

Также среди стран Африки интересен опыт Нигерии, где регулятор (Национальная пенсионная комиссия – PENCOM) в декабре 2010 года установил 5%-й лимит на инвестирование средств пенсионных фондов в ФПИ как класс активов. В результате по данным за 2016 год потенциальные инвестиции пенсионных фондов в ФПИ могли бы составить 842 млн долларов.

Однако PENCOM установил дополнительные ограничения:

1) 75% средств ФПИ должно быть инвестировано в Нигерии;
2) ФПИ должны быть зарегистрированы в комиссии по ценным бумагам Нигерии;
3) минимальная доля инвестиций GP в ФПИ – 3%[92].



[90] *Ассоциация AVCA*

[91] *London Business School, Coller Institute of Private Equity, ECP – IHS | Private Equity in Africa, July 2013*

[92] *Bright Africa 2018*

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

— Хорошие демографические показатели – рост населения, урбанизация, рост доли среднего класса;

— Недостаток других источников финансирования (банковское кредитование, биржевые инструменты), особенно для МСБ, что позволяет инвесторам добиваться более выгодных условий сделок;

— Позитивные изменения регуляторной среды – пенсионные фонды в ряде африканских стран (например, Кения, Нигерия) имеют возможность инвестировать часть средств в ФПИ, барьеры для таких инвестиций в 2000-х годах сокращались[91].

К 2016 году количество ФПИ, действующих на рынке, превысило 140.

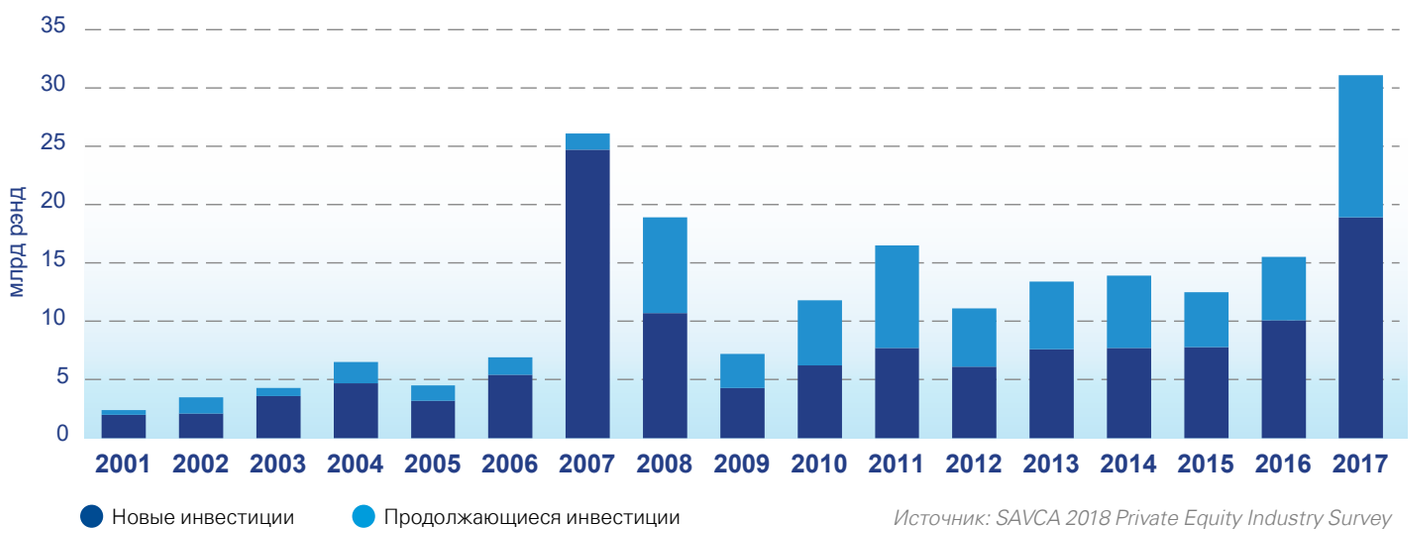
Институты развития продолжают играть значительную роль на рынке, оказывая поддержу начинающим управляющим ФПИ, а также поддерживая уровень доверия к рынку ПИ со стороны частных инвесторов и бизнес-сообщества.

За 2017 год инвестиционная активность в Южной Африке значительно выросла. Общий объем инвестиций составил 31,1 млрд рэнд по сравнению со среднегодовым значением за предыдущие 10 лет в 14,7 млрд рэнд. Из общего объема инвестиций в 2017 году 12,2 млрд рэнд было вложено в продолжающиеся проекты, 18,9 млрд рэнд – в новые инвестиции.

Рост произошел в результате увеличения как количества сделок, так и их средней суммы. Количество в 2017 году увеличилось до 750 сделок по сравнению с 574 сделками в 2016 году. Средний размер сделки вырос с 27 млн рэнд в 2016 году до 41,7 млн рэнд в 2017 году.

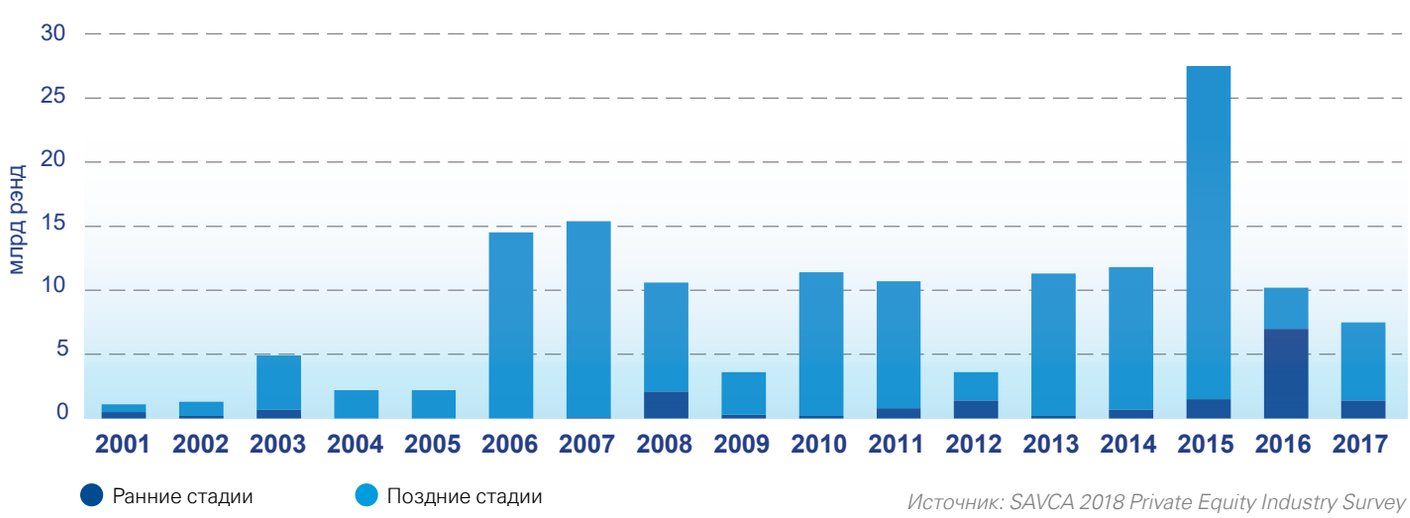
За 2017 год южноафриканские ФПИ привлекли 7,5 млрд рэнд, из которых 81,2% было вложено в ФПИ поздних стадий. По состоянию на 31 декабря 2017 года объем средств под управлением африканских ФПИ составил 158,6 млрд рэнд, среднегодовой темп роста инвестиций за период с 1999 года оценивается в 9,4%. Из средств, привлеченных в 2017 году, 49,9% было инвестировано из Южной Африки (в 2016 году – 73,5%).

Рисунок П.1. Динамика осуществления инвестиций ФПИ в Южной Африке



Источник: SAVCA 2018 Private Equity Industry Survey

Рисунок П.2. Динамика привлечения финансирования ФПИ на ранних и поздних стадиях в Южной Африке



Источник: SAVCA 2018 Private Equity Industry Survey

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Из активов под управлением по состоянию на конец 2017 года объем доступных для инвестирования зарезервированных средств составлял 35,9 млрд рэнд, из которых 15,5 млрд были предназначены для инвестирования исключительно в Южной Африке, 20,4 млрд могли быть инвестированы по всей Африке. 32,5 млрд рэнд (или 90,4%) от суммы были предназначены независимым сторонам, а оставшаяся сумма – кэптивным структурам.

17,1 млрд рэнд

составил возврат средств инвесторам в 2017 году.

В результате в 2017 году проникновение южноафриканских ФПИ в экономику увеличилось до 0,7% от ВВП по сравнению с 0,4% в 2016 году.

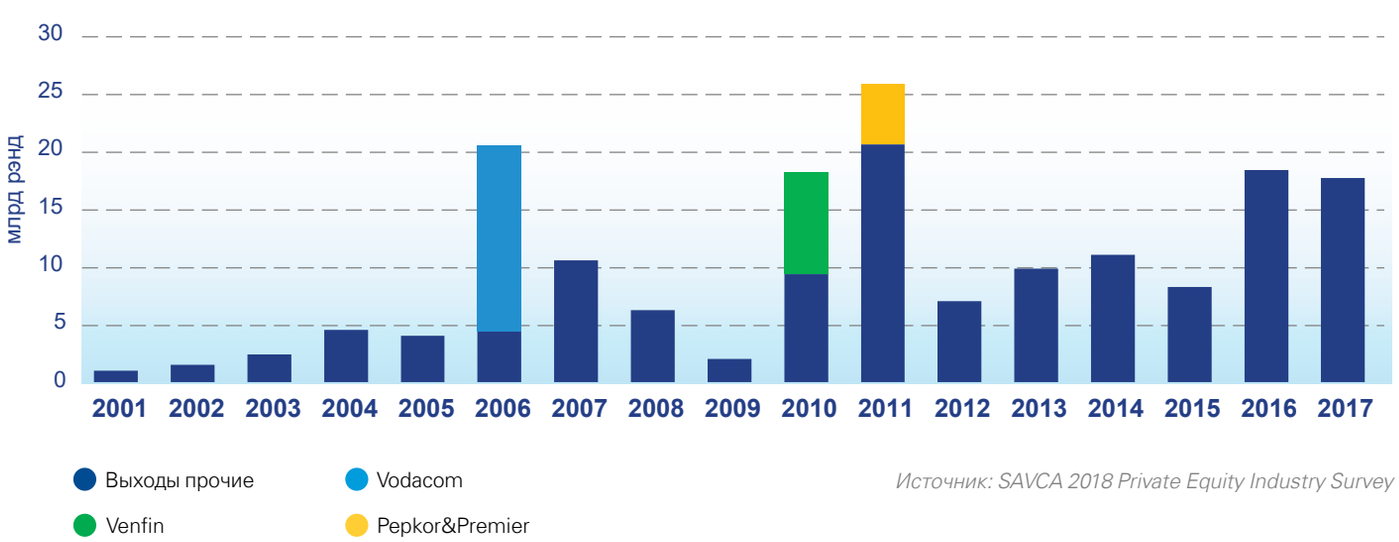
В результате в 2017 году проникновение южноафриканских ФПИ в экономику увеличилось до 0,7% от ВВП по сравнению с 0,4% в 2016 году.

В 2017 и 2016 гг. лидирующим сектором с точки зрения привлечения инвестиций был сектор информационных технологий, на него в 2017 году пришлось 26% инвестиций (21% – в 2016 году). Большая часть инвестиций в ИТ направляется в Нигерию и Южную Африку. Исторически значимым остается сектор потребительских товаров, что обусловлено ростом среднего класса среди населения. Интересы инвесторов притягивают сфера онлайн-торговли, образовательные услуги, реклама. финансы и инфраструктура (включая транспорт, логистику, строительство, инжиниринг, оборудование) также в последние годы набирают популярность. Инвестиции в индустрию связаны с фокусированием экономики на импортозамещение.

На рынке действует местная отраслевая ассоциация – Южноафриканская ассоциация венчурного капитала и ПИ (SAVCA), членами которой являются 170 компаний, имеющих активы под управлением в общей сложности на сумму около 165 млрд рэнд. Ассоциация способствует развитию венчурного инвестирования и сферы ПИ путем поддержки информационного обеспечения, организации тренингов, обеспечения взаимодействия между участниками рынка.

Среди особенностей рынка и в качестве основных факторов успеха в Африке инвесторы отмечают необходимость проведения тщательной проверки due diligence, необходимость присутствия ФПИ в стране и налаживание обширной сети контактов. Она нужна для осуществления успешного выхода ФПИ из инвестиций в связи с тем, что выходы происходят в основном в результате реализации другому ФПИ или торговым партнерам.

Рисунок П.3. Динамика выходов ФПИ из инвестиций в Южной Африке

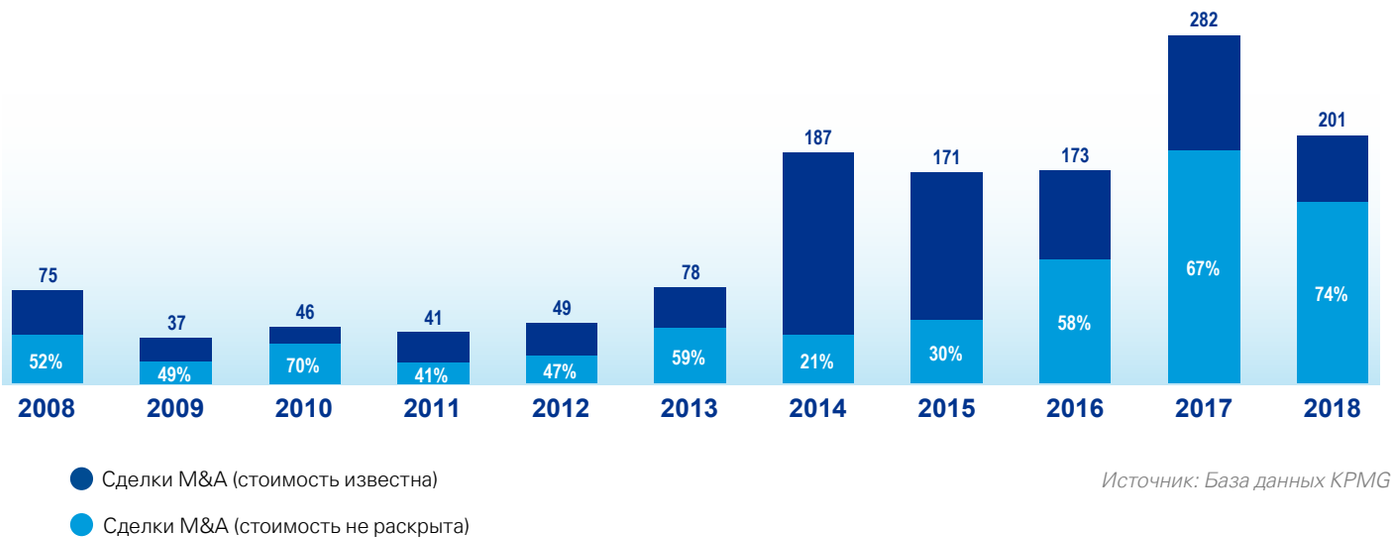


Источник: SAVCA 2018 Private Equity Industry Survey

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

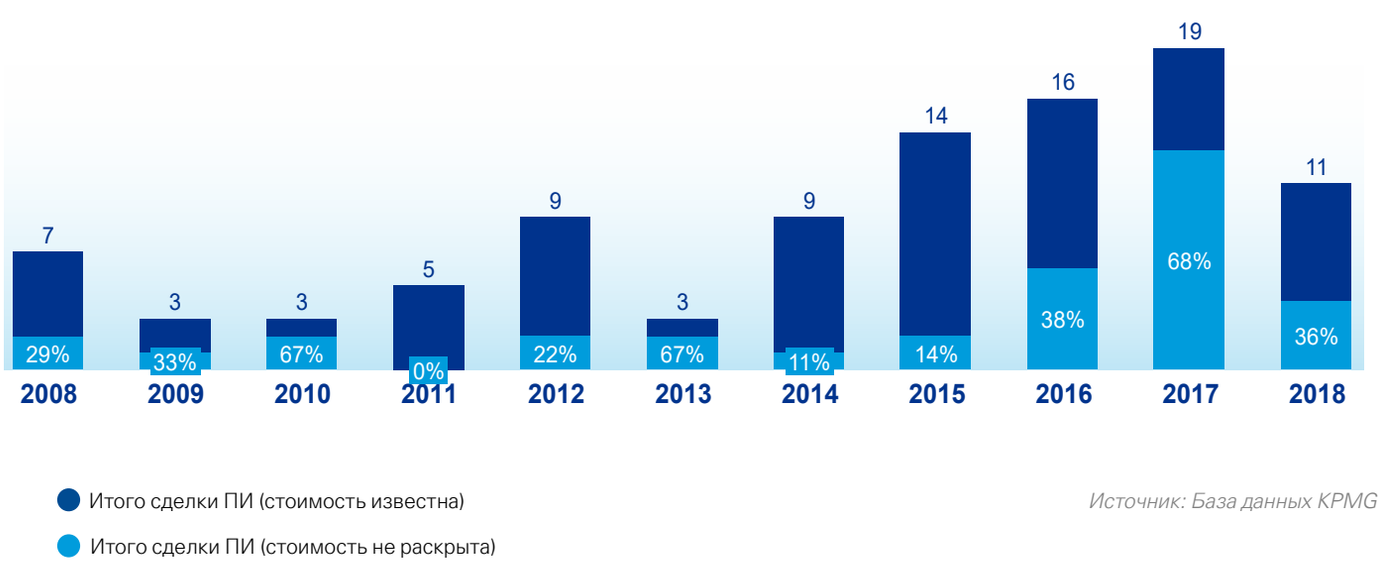
Приложение 3. Информация по сделкам M&A и ПИ в Казахстане за период 2008 по 2018 годы

Рисунок П.4. Динамика количества нераскрытых M&A сделок и их доли от общего количества сделок M&A



Источник: База данных KPMG

Рисунок П.5. Динамика количества нераскрытых сделок ПИ и их доли от общего количества сделок ПИ



Источник: База данных KPMG

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори». Все права защищены.

Контакты KPMG

Сакен Жумашев
Управляющий партнер,
Руководитель практики по
Управленческому консультированию
KPMG в Казахстане и Центральной Азии

T: +7 (7172) 55 28 88
E: szhumashev@kpmg.kz

Виктор Акулян
Партнер, Руководитель практики по работе
с фондами прямых и венчурных инвестиций
KPMG в России и СНГ

T: +7 (7172) 55 28 88
E: vrakulian@kpmg.ru

Болат Мынбаев
Заместитель директора, Руководитель
Группы по стратегическому и операционному
консультированию
KPMG в Казахстане и Центральной Азии

T: +7 (7172) 55 28 88
E: bmynbayev@kpmg.kz

Контакты АО «Казына Капитал Менеджмент»

Ардақ Қасымбек
Председатель Правления
АО «Казына Капитал Менеджмент»

T: +7 (7172) 55 42 22

Асет Сагимбеков
Заместитель Председателя Правления
АО «Казына Капитал Менеджмент»

T: +7 (7172) 55 42 22
E: asagimbekov@kcm-kazyna.kz

Даниял Нугербеков
Директор департамента анализа
и развития бизнеса
АО «Казына Капитал Менеджмент»

T: +7 (7172) 55 42 22
E: dnugerbekov@kcm-kazyna.kz

kpmg.kz

Информация, содержащаяся в настоящем документе, носит общий характер и подготовлена без учета конкретных обстоятельств того или иного лица или организации. Хотя мы неизменно стремимся представлять своевременную и точную информацию, мы не можем гарантировать того, что данная информация окажется столь же точной на момент получения или будет оставаться столь же точной в будущем. Предпринимать какие-либо действия на основании такой информации можно только после консультаций с соответствующими специалистами и тщательного анализа конкретной ситуации.

© 2019 ТОО «КПМГ Такс энд Эдвайзори», компания, зарегистрированная в соответствии с законодательством Республики Казахстан, член сети независимых фирм KPMG, входящих в ассоциацию KPMG International Cooperative ("KPMG International"), зарегистрированную по законодательству Швейцарии. Все права защищены. Напечатано в Казахстане.

KPMG и логотип KPMG являются зарегистрированными товарными знаками или товарными знаками ассоциации KPMG International.