

KASE: В МЕЙНСТРИМЕ СИСТЕМНЫХ ПРОБЛЕМ

Одним из крупных достижений казахстанской финансовой системы стало превышение оборота фондовой биржи в 2003 году объема ВВП более чем на 500 млрд. тенге. Вместе с тем деловое сообщество страны традиционно ожидает от КФБ большего роста, более значимой роли в финансовой системе. Об этом и других важных аспектах развития фондового рынка мы побеседовали с Президентом КФБ Азаматом Джолдасбековым.

– Г-н Джолдасбеков, каково ваше видение роли и места фондового рынка в финансовой системе страны на средне- и долгосрочную перспективу?

– Роль фондового рынка в финансовой системе страны, во многом определяет выбор той или иной модели его развития. С начала рыночных реформ мы ориентировались на построение англо-саксонской модели, где ведущая роль в финансировании реального сектора принадлежит фондовому рынку. Во многом это объясняется тем, что практически все законодательство в этой сфере разрабатывалось с большим участием американских консультантов. Однако со временем стало ясно, что для финансирования предприятий на фондовом рынке необходимо их «подрачивать», а сделать это могли только банки.

К 1995 году возглавляемый Даулетом Сембаевым и его командой Нацбанк

страны уже твердо держал курс на построение более концентрированной, финансово устойчивой и соответствующей международным стандартам банковской системы. Таким образом, **наша финансовая система развивалась в рамках японо-германской модели, где ведущая роль в финансировании реального сектора принадлежит банкам.** За счет того, что банки более регулируемы, лучше капитализируются, они смогли осваивать новые сферы финансового бизнеса. Ведь сейчас крупнейшие пенсионные фонды, КУПА, и даже большая часть брокерских компаний на, самом деле принадлежат банкам. То же самое произошло и в страховом секторе. Если до 2000 года он практически не регулировался, были очень слабые требования к капитализации, то после того, как надзор за ним перешел к Нацбанку, ужесточившему и упорядочившему «правила игры», сектор получил импульс к развитию, но при этом значительно переориентировался на банки. Сейчас именно банки создают страховые компании, причем самого разного профиля.

И надо в целом признать, что банковская доминанта – явление долговременное и закономерное. Конечно, есть определенные проблемы связанные с тем, что банки формируют вокруг себя финансовые группы. Здесь возникает опасность, что путем перераспределения финансовых ресурсов внутри группы можно создать иллюзию, что все члены группы достаточно капитализированы, а на самом деле, средств может ни у кого и не быть, т.е. из одного яблока можно нарисовать три. Но Национальный банк и Агентство финансового надзора похоже нацелены серьезно усилить надзор на консолидированной основе и снизить тем самым вероятность подобного развития событий.

- Получается, что у фондового рынка пока не так много шансов усилить свое положение?

- Оценивая перспективы фондового рынка в Казахстане, можно сказать, что он не будет ведущим в финансировании реального сектора на средне- и даже на долгосрочную перспективу. И причины здесь все же не в банках и не в моделях, а лежат в более широкой плоскости. Но прежде чем говорить о причинах, необходимо отметить, что фондовый рынок у нас явно разделяется на две части – на рынок акций и рынок облигаций. Позиции рынка облигаций достаточно солидные. Можно поднять статистику и увидеть, объемы

кредитования реального сектора посредством выпуска облигаций, в принципе, сопоставимы с объемом выданных банковских кредитов. Нельзя сказать, что они равны, но и нельзя сказать, что это несравнимые величины.

Но если рассматривать рынок акций, то легко понять, что в чистом виде его у нас нет, и еще достаточно долго не будет, если государство, конечно, не примет каких-то кардинальных мер. Но и при этом, совсем необязательно, что они принесут искомый результат, поскольку главная проблема на сегодня это проблема с эмитентами. Для нормального функционирования рынка акций у нас просто нет достаточного количества крупных предприятий, как нет и достаточно устойчивых инвесторов, и это, к сожалению, объективная данность.

Экономические субъекты у нас делятся в основном на два полярных лагеря – малые предприятия и очень крупный бизнес.

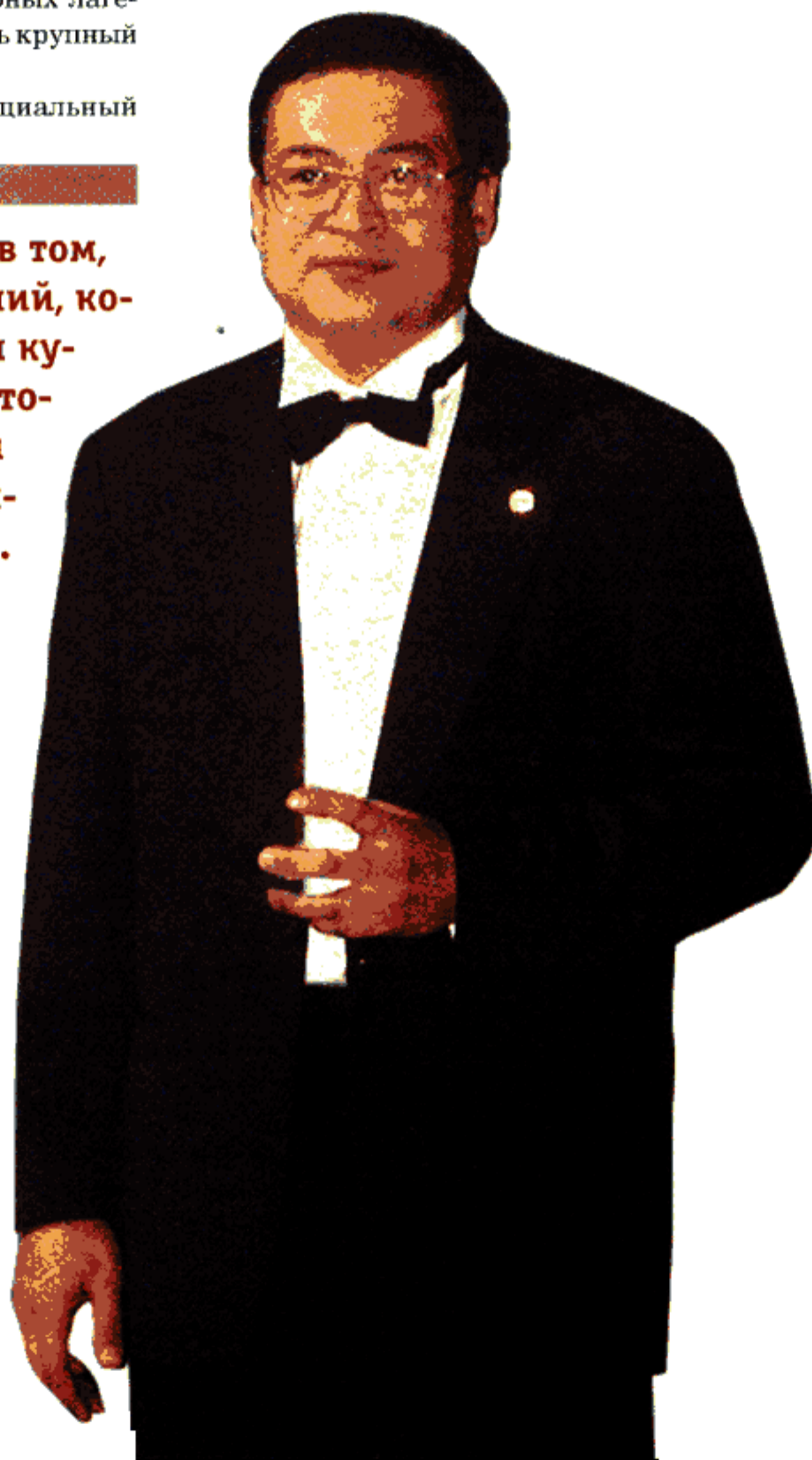
К первой группе неофициальный

Проблема Казахстана в том, что у нас мало компаний, которые можно было бы купить обычному инвестору при том, чтобы они были интересны с точки зрения доходности. Это общая проблема экономики, и она не может решаться на уровне финансового сектора, она требует глубокой структурной перестройки экономики

подход в Казахстане такой что, пока предприятие находится на уровне малого и среднего бизнеса оно должно развиваться через банковское финансирование т.к требует к себе больше внимания, больше индивидуальной работы. На фондовом рынке работает широкий круг инвес-

торов, который не станет выполнять функции кредитного отдела банка, т.е. запрашивать какую-то информацию у компании, сравнивать ее со среднеотраслевыми показателями и т.д., инвестор будет доверять тому, что ему предоставил рынок. **После того, как предприятие поработало с банками и «подросло» до какого-то определенного уровня, оно уже способно занимать на фондовом рынке.** Но пока в Казахстане таких предприятий мало, и они кредитуются в основном в банках.

Со второй группой – крупными предприятиями – уже другая проблема. **Этим компаниям ни банки, ни фондовый рынок, по большому счету, и не нужны, потому как они либо генерирует денег больше, чем могут сами потребить, либо в состо-**



янии выходить на внешние рынки заимствования.

В результате, национальный фондовый рынок сейчас страдает от малочисленности так называемых «крупносредних» компаний, которые и являются полноценными эмитентами.

Но это вполне закономерно. Казахстан получил в наследство от Советского Союза очень высокую концентрацию промышленности, у нас ведь были в основном предприятия гиганты или супергиганты. В ходе приватизации, в середине 90-х годов, эти компании оказались в руках стратегических инвесторов. И общая проблема Казахстана в том, что у нас в принципе мало компаний, которые можно было бы купить обычному инвестору при том, чтобы они были интересны с точки зрения доходности.

Это общая проблема экономики и она не может решаться на уровне финансового сектора, она требует глубокой структурной перестройки страны от постсоветской гигантомании в сторону большего количества средних и чуть более крупных устойчиво развивающихся предприятий.

– И какие, на ваш взгляд, пути решения этой задачи?

– Решение данной задачи возможно скорее всего только на постепенной основе, через реструктуризацию экономики, реализацию таких программ, как Стратегия индустриально-инновационного развития. Со временем будут появляться частные компании, которые будут способны в «подрощенном» состоянии выходить на рынок и предлагать свои бумаги инвесторам.

Этот путь очень длинный и связан также с психологическими факторами. Дело в том, что у нас сложилась такая ситуация, что менеджеры зачастую являются стратегическими акционерами. Такому стратегическому акционеру нет необходимости пускать свои ценные бумаги на рынок, потому что он заинтересован получить только собственную прибыль. Он может ее получить либо как менеджер в виде зарплаты или доли от дохода, либо используя такие некрасивые схемы, как трансфертные цены – покупать у себя или продавать себе по завышенным или по заниженным ценам. Когда у нас эта проблема решится? Видимо когда у нас начнут расслаиваться две категории предпринимателей: категория инвесторов и категория менеджеров. По времени это займет, наверное, целое поколение.

Интеграция, глобализация...

– Сейчас много говорят об Алматы как региональном финансовом центре, какова роль биржи в этом вопросе?

– Ну прежде всего стоит отметить, что сейчас Алматы является финансовой столицей Казахстана. Вся финансовая система сосредоточена здесь т.е. основные денежные потоки генерируются в Алматы проходят через биржу и центральный депозитарий и попадают опять таки в большей степени к алматинским компаниям или близким к Алматы. В масштабах центрально-азиатского региона Алматы также выделяется на фоне других городов повышенной концентрацией финансовых ресурсов.

Если рассматривать этот вопрос сквозь призму выхода компаний из соседних стран на КФБ, то, на мой взгляд, здесь больше вероятности прихода российских компаний. Хотя разговоры об этом ведутся уже в течение двух лет, и сегодня мы даже точно не знаем, когда россияне созреют и созреют ли вообще. Сейчас российские рейтинги растут, проблемы кризиса 1998 года достаточно успешно решены, ставки заимствования в России падают и если ставки не будут сильно отличаться от Казахстана, то им нет смысла листинговаться у нас.

Стоит отметить, что в отношении заемщиков, речь может идти пока только о банках. Являясь более «продвинутой», они сравнивают страны между собой, определяя, где можно занять больше и дешевле. Недавний кризис взаимного доверия (банковский кризис июня-июля 2004 г. прим. ред.) негативно отразился на российском рынке облигаций. Но и он мало способствует активизации трансграничных займов. Логика здесь проста – если даже российский банк не кредитует другой российский банк, то не стоит ожидать что казахстанский инвестор, находящийся за 4 000 километров, охотно даст ему денег.

Если смотреть другие страны, то здесь ситуация еще более проблематична. Киргизские предприятия пока что, просто не дотягивают до наших требований. В Казахстане основные инвесторы это банки и пенсионные фонды, которые жестко регулируются со стороны государства. **Тот факт, что кыргызская ценная бумага, как иностранная, должна иметь рейтинг не ниже BBB по S&P и Fitch, или Baa2 по Moody's ставит перед этими компаниями непре-**

одолимый барьер. Сейчас Киргизия в целом не имеет рейтинга, а не одно предприятие не может иметь рейтинг выше суверенного рейтинга страны. Поэтому здесь надо ждать когда Киргизия сама себя «подрастит», выполнит какие-то, в том числе и структурные преобразования, сделает экономику более прозрачной, получит необходимый рейтинг.

Узбекистан, практически как и Туркменистан, закрытая для нас территория. Очень мало информации. Если она и имеется, то не всегда качественная. Что говорить о частном секторе, если даже неизвестно как и когда Узбекистан решит проблему конвертируемости своего сума. Ситуация с Таджикистаном практически такая же, как и с Киргизией только еще более удручающая.

Таким образом, на современном этапе центрально-азиатский регион с точки зрения эмитентов, для нас ограничивается пока что только Казахстаном и в какой-то мере Россией.

– А какова сейчас ситуация с интеграцией фондовых рынков Казахстана и России?

– Задача сближения фондовых рынков наших стран не такая уж и простая. Причем вопросов больше с российской стороны. Мы уже 2 года говорим о том, что России необходимо убрать запрет на номинальное владение ценными бумагами иностранными держателями. Они же пока не горят желанием убирать его, а он технически нам очень сильно мешает. Взамен они требуют от Казахстана снять закрытие информации о конечном бенефициаре. Наше номинальное держание больше подстроено под технические требования для осуществления расчетов, а не выяснения кто является конечным владельцем. Поэтому у нас существует правило, что конечный владелец может дать запрет номинальному держателю на раскрытие информации о себе, чтобы везде показывался собственником номинальный держатель. Россияне хотят видеть реального владельца и поэтому склоняют Казахстан снять это правило закрытия информации. Но тут же возникает другая проблема, что делать с коммерческой тайной? Тут надо искать компромисс. С одной стороны желание регуляторов видеть истинных владельцев, с другой стороны, коммерческий интерес владельца не раскрывать слишком много информации о себе.

Также параллельно стоят вопросы стыковки наших торговых систем. Хотя они построены на одних и тех же при-

ципах работы, но решены на разных платформах. Это конечно решаемые проблемы – общие затраты составят в районе миллиона долларов. Но пока ни мы, ни россияне не готовы вкладывать деньги. Мы не хотим, потому что **несмотря на общие неплохие перспективы процесса, они пока больше очевидны с идеологической точки зрения, в то время как финансовая целесообразность ещё не понятна.** Поэтому все так осторожно относятся, ищут способ сближения, чтобы он был недорогой и работоспособный.

казахстанскую модель централизации торгов на единой площадке большинство из зарубежных экспертов считает удачным опытом. Прежде всего, с точки зрения самоокупаемости биржи, потому что в развивающихся экономиках биржам очень трудно себя прокормить.

– В настоящее время ожидается открытие второй фондовой биржи. Насколько целесообразна данная мера для дальнейшего развития фондового рынка страны?

– Вопрос неоднозначный, но наша позиция такая: мы, как минимум, не мешаем её созданию. Даже продали им свою торговую систему. Я не знаю какие у них проблемы с лицензией, но пока что они ее не получили. Хотя по большому счету для такой страны как **Казахстан, одной фондовой биржи достаточно.** Во всех странах мира идет концентрация торгово-расчетных систем. Если страна считает себя приверженной требованиям так называемой «Группы 30» то у нее должен быть центральный депозитарий. На подходе введение стандарта по наличию единой торговой площадки в стране.

Общаясь с иностранными специалистами, можно проследить, что казахстанскую модель централизации торгов на единой площадке большинство из них считает удачным опытом. Прежде всего, с точки зрения самоокупаемости биржи, потому что в развивающихся экономиках биржам очень трудно себя прокормить. Во многих странах, где идет четкое деление на фондовую и валютную, биржи имеют большие проблемы и не могут себя прокормить. Валютные биржи зависят от центральных банков, сколько те будут продавать или покупать валюты, а фондовые рынки еще не развились.

В нашем случае именно благо-

даря валютным торгам «под крышей» KASE мы на определенном этапе смогли «пережить» штиль по фондовому направлению. Потом когда в 1997-98 годы валютные торги стали с биржи уходить, выручило то, что стал активно развиваться межбанковский валютный рынок, начал быстро расти фондовый рынок. Т.е фондовый рынок выстоял в трудные периоды за счет диверсификации, ставшей возможной при таком едином консолидированном подходе. Сейчас у нас достаточно сбалансированная

система, биржа сама себя кормит за счет двух секторов: фондового и валютного.

На западе также быстро идет процесс концентрации, причем уже не на уровне государств, а на межгосударственном уровне. В Европе, например, существует так называемая биржа Евронекст, объединяющая 6 бирж, это если я не ошибаюсь: Бельгия, Франция, Испания, Италия, Люксембург и Нидерланды. Существуют доминанты в лице Лондонской фондовой биржи, Немецкой фондовой биржи. Они самодостаточны, при этом они осуществляют техническую поддержку других рынков. Например, насколько я знаю, Немецкая фондовая биржа технически обслуживает Австрийскую фондовую биржу, но при этом не поглощает её. Также существует конгломерация скандинавских фондовых бирж. В целом, такое разделение в Европе уже произошло. Поэтому для нас, с учетом масштабов экономики страны логичным является наличие одной биржи.

– Одним из важных факторов успешного функционирования фондовой биржи является наличие у населения «психологии инвестора». Что предпринимает или планирует предпринять KASE в отношении данного вопроса?

– Это громадная работа и одна биржа, и даже все финансовое сообщество в целом, ее решить не в состоянии. Государство это признает, и в проекте программы развития рынка ценных бумаг это попы-

талось учесть. **В вопросе формирования «психологии инвестора» планируется также активно использовать средства международных финансовых организаций.** Приходится рассчитывать на такие благотворительные источники, потому что с точки зрения бизнеса, обучение инвесторов бессмысленно, поскольку требует очень много времени и денег, и имеет непредсказуемые результаты. Со своей стороны мы пытаемся максимально распространять информацию о том, что происходит на бирже, наш сайт 2 года признавался лучшим в стране как информационный сайт для бизнеса. На этом уровне мы пытаемся максимально публиковать информацию и если есть возможность ее разъяснять.

– Одной из главных системных проблем, препятствующих выходу предприятий реального сектора на фондовую биржу, по мнению ряда экспертов, является вопрос прозрачности. Как Вы видите сегодняшнее состояние данной проблемы?

– **Прозрачность это полупроблема.** Хотя тут необходимо разделять предприятия, которые уже выходят на биржу и те, которые только хотели бы выйти. **В отношении компаний, которые выходят на биржу, с нашей стороны предъявляются очень жесткие требования по раскрытию информации, мы пытаемся получить максимум информации о них и от них.** У нас есть официальная система штрафов, если мы выясним, что где-то по официальным каналам прошла информация о компании из листинга, а нам эту информацию не предоставили, тогда компания штрафуется. Мы планируем создать отдел мониторинга, который будет уже заниматься анализом имеющейся информации и публикуемой в средствах массовой информации. Есть два пути построения работы по этому направлению: либо наши сотрудники будут читать все подряд и смотреть все подряд в поисках любой информации о компаниях, либо мы будем заказывать информационным агентствам, чтобы те нам эту информацию собирали. Таким образом, мы будем решать проблему прозрачности компаний, входящих в листинг нашей биржи.

Однако в большей степени проблема прозрачности актуальна для предприятий, которые в принципе заинтересованы привлекать деньги на фондовой бирже, но не делают этого из-за нежелания раскры-

вать информацию о себе. Позиция такая: вы нам деньги дайте, а насчет информации мы еще будем думать и выбирать. С одной стороны, это интересные компании для потенциальных инвесторов, например, компания пищевого сектора, где большие обороты и наверняка большие доходы. С другой стороны, на биржу они не идут. Считается, что одна из проблем это то, что они не хотят раскрываться, потому как менеджер и владелец это одно и то же лицо и ему более

Сейчас часть казахстанских компаний работает в таких высоко-конкурентных рынках, что им, на их взгляд, лучше остаться без финансирования, чем раскрыть информацию о себе, которую узнают конкуренты. Рассматриваются всерьез и риски быть купленными конкурентами, либо каким-то стратегическим инвестором, в то время как менеджмент заинтересован в портфельных инвесторах.

выгодно кредитоваться в дружественных банках, либо просто своими деньгами. Хотя, конечно, в отдельных случаях могут быть и другие факторы. Например, проблема налогообложения, конкуренция или даже узости рынка.

Сейчас часть казахстанских компаний работает в таких высоко-конкурентных рынках, что им, на их взгляд, лучше остаться без финансирования, чем раскрыть информацию о себе, которую узнают конкуренты. Рассматриваются всерьез и риски быть купленными конкурентами, либо каким-то стратегическим инвестором, в то время как менеджмент заинтересован в портфельных инвесторах.

Сейчас, кстати, сделки на рынке акций носят в основном «порционный» характер, когда кто-то насобирал какой-то пакет и тут же его продает. В принципе для нормального рынка акций это неправильно. На рынке акций, как правило, покупают ценные бумаги не с целью получить контроль над предприятием, а попытаться заработать на росте курса акций или на дивидендах. И тут опять-

таки все упирается в реальную экономику, в ее структуру.

Это же определяет и то, что примерно половина сделок с корпоративными ценными бумагами на бирже сейчас в основном прямые, т.е. по предварительной договоренности. Может быть кто-то и хотел бы торговать в открытую, но не хочет брать на себя риск, что не сможет продать или продать по приемлемой цене. Логика следующая: «Либо мою компанию особо никто не знает, либо если кто-то знает, то хочет купить по дешевке». Поэтому у нас предпочитают заранее договариваться, а на бирже только сделки фиксируют, используют ее как систему условного гарантирования. Все расчеты идут через центральный депозитарий и им контролируются, там работает система «поставка против платежа», и есть большая уверенность, что деньги или бумаги достанутся своим владельцам.

– В настоящее время на Российской фондовой бирже приняты новые листинговые требования, касающиеся практики корпоративного управления, в частности присутствие в Совете директоров независимых директоров и т.д. Какие планы у KASE в данном вопросе?

– Прежде всего, здесь надо отметить наличие проблем в самом законодательстве. Дело в том, что акционерные общества в целом не регулируются никем, как это происходит с финансовыми организациями, которые регулируются Агентством Финансового Надзора (АФН) и частично Национальным Банком (НБК).

Если АО не является объектом специализированного надзора со стороны государства, то оно фактически не подотчетно никакому госоргану. В этих условиях формирование и соблюдение стандартов корпоративного управления становится делом добровольным или просто является проблемой лишь самих акционеров.

Но мы уже начали задумываться о том, что пора вводить в листинговые правила определенные требования по соблюдению принципов корпоративного управления, в том числе по наличию независимых директоров. Однако пока мы можем говорить только о самых простых требованиях. КФБ не может брать на себя создание института каких-то инспекторов, которые ходили бы по компаниям и проверяли наличие формализованных принципов корпоративного управления, а также факт их исполнения.

Мы можем брать только прямые и легко проверяемые данные, что вот, например, существует такое-то правило, что такие-то решения должны приниматься таким-то образом.

В Америке, например, после известных скандалов с соблюдением принципов корпоративного поведения, был принят законодательный акт о требованиях к корпоративному управлению, и за его выполнением следит государство, а не биржа.

В Казахстане сейчас появилась одна пока ещё очень сырая идея дать определенному госоргану право надзора за всеми акционерными обществами на предмет наличия и соблюдения принципов корпоративного управления.

Возможно, это будет АФН, который напрямую будет требовать у компаний принятия кодекса корпоративного управления определенного образца. Скорее всего это требование вначале будет только для определенного класса компаний, а затем распространится на всех.

– Считаете ли вы возможным и нужным бороться за рынок казахстанских еврооблигаций?

– За данный рынок бороться не просто можно, но и необходимо. Однако сами этого сделать мы, к сожалению, не в состоянии. Здесь необходимо решать проблему на законодательном уровне, и кстати Агентство финансового надзора уже инициировало определенную работу в данном направлении и, думаю, скоро будут определенные результаты.

Суть подготавливаемых поправок состоит в том, чтобы обязать эмитентов, выпускающих еврооблигации на международных рынках, привлекать займы вначале на внутреннем. Дело в том, что есть неудовлетворенный спрос со стороны национальных инвесторов, а цены заимствования на внутреннем рынке и за рубежом не сильно отличаются. За рубежом надо размещаться тогда, когда объем очень большой. Сейчас в Казахстане можно «насобирать» миллионов \$100, если привлечь еще банковские кредиты то уже \$200 млн. Таким образом, размещение на зарубежных рынках оправдано при очень больших суммах. Вообще эмитенты идут на зарубежные рынки, в основном, либо когда наш рынок маловат, либо накопленные издержки по организации займа за рубежом меньше. Но компонентов расходов по организации займа достаточно много: оплата финансового консультанта, рейтинга, аудита, листинговые сборы, проценты посредников.

На Западе можно занять дешевле, но это сильно зависит от искусства менеджера, организовывающего заем.

Надо отметить, что основными казахстанскими эмитентами еврообондов сейчас выступают банки, и соответственно их покупателями в Казахстане могут быть, в основном, пенсионные фонды. Но для последних установлены очень высокие требования, в то время как еврооблигации в принципе бывают совсем «упрощенные». В этих случаях является оправданным занять деньги на Западе. Однако такие «упрощенные» еврообонды должны быть рассчитаны на каких-то суперинвесторов, хэджфонды, которые не регулируются и исходят из каких-то других предположений, целей и интересов. И эти частные случаи надо очень внимательно изучать.

– Как вы оцениваете перспективы ПИФов в Казахстане?

– Я верю в ПИФы, но для того, чтобы они стали чем-то действительно серьезным должно пройти очень много времени. Объяснения на поверхности, это ограниченная емкость предложения инвестиционных ресурсов и величина спроса на них.

Мы говорим, что у нас в Казахстане очень много свободных денежных ресурсов, но посмотрите, пенсионные фонды обязательны, ПИФы – дело добровольное, пенсионные фонды имеют кучу льгот по налогообложению пенсионных отчислений, по ПИФам такого нет. Кроме того, в Казахстане население еще реально не очень богатое. Есть группа обеспеченных и очень обеспеченных людей, которые могут себе позволить вложения, но основная масса людей думает о текущих расходах.

ПИФы во многих странах мира очень перспективный продукт, но насколько быстро они будут развиваться у нас еще не известно. Сейчас у нас две компании объявили о создании ПИФов. Первая это «TuranAlem Securities» совместно с институтами развития и вторая – это компания «Compass». Пока нам неизвестно, как они вообще планируют работать, на кого они ориентированы. Понятно конечно, что ориентированы на богатых вкладчиков, часть которых можно привлекать на основе личных отношений, контактов. Во что будут вкладываться эти ресурсы, тоже пока еще не понятно.

Есть определенные проблемы и в законодательной базе, Закон об инвестиционных фондах 2004 г. не идеален и, скорее всего, его будут менять. Но если первый закон о инвестиционных фондах 1997 года изначально был мертворожден-

– Я верю в ПИФы, но для того, чтобы они стали чем-то действительно серьезным должно пройти очень много времени. Объяснения на поверхности, это ограниченная емкость предложения инвестиционных ресурсов и величина спроса на них.

ным, то сейчас в Законе больше элементов международного инвестирования, использован американский, английский, российский опыт, поэтому, я думаю, это вопросы технического плана.

В целом, я считаю что ПИФы окажутся очень полезными для фондового рынка, потому что у нас появится новый класс инвесторов который в меньшей степени зависим от государства в своей инвестиционной деятельности. У нас есть такая проблема, что все хотят попасть в листинг «А». В листинг «В» стремятся попасть, либо для оптимизации налоговых выплат¹, либо как в промежуточный пункт на пути в «А».

В листинг «В» многие не видят смысла идти потому, что их просто некому будет покупать, ведь у нас основные инвесторы это пенсионные фонды, да банки, которые достаточно жестко регулируются. И здесь ПИФы способны сделать очень многое в развитии второй части листинга, рынка акций, и в целом, финансирования реального сектора.

Конечно предстоит сделать очень многое, потребуется определенное время для созревания всего процесса. Но я лично верю в ПИФы и, кстати, знаю людей, которые начали создавать первые фонды, уверен в их профессионализме, порядочности, поэтому, думаю, что шансов на успех достаточно.

– Как бы вы могли охарактеризовать современное развитие профессиональных участников рынка ценных бумаг?

– Что касается брокерских компаний, то на сегодня их в чистом виде в Казахстане фактически нет. Одна часть компаний специализируется на выведении в листинг новых компаний или ценных бумаг. Находят где-то привлекательные компании, готовят соответствующую документацию, проводят через Биржевой

Совет и т.д. Дополнительно выделяются компании, работающие как финансовые менеджеры, которые оптимизируют финансовые потоки для клиентов, налогообложение и т.д. Сейчас на том, чтобы где-то купить, и где-то продать, т.е. вести «классический» брокерский бизнес, зарабатывать невозможно, поэтому таких компаний нет.

Также стоит отметить, что брокерские компании сильно различаются в зависимости от учредителей. Компании которые входят в банковские группы часть своего бизнеса строят на средства компаний из «материнской» группы. Поскольку банкам запрещено заниматься ценными бумагами, то часть капитала они перераспределяют в пользу брокерской компании, которая эти операции и осуществляет. У таких компаний как раз таки более развито инвестиционное направление, небанковские брокерские компании больше развиваются как финансовые менеджеры.

В принципе ситуация с банками достаточно широко известна, там все понятно. Для пенсионных фондов, как я полагаю, наступает время активного укрупнения, слияний и поглощений. Конечно, тут многое будет зависеть от того как смогут между собой договориться их владельцы, хотя уже стало очевидно, что чем больше пенсионный фонд тем он более прибылен, меньше проблем с доходами и покрытием расходов. Мелким фондам лучше объединяться. Еще в НКЦБ² в 2000 году мы строили график по пенсионным фондам: количество вкладчиков и объем активов. Там сразу выделялись три группы фондов: очень крупные это ГНПФ, Пенсионный Фонд Народного банка, УларУмит, затем группа фондов у которых было сравнительно небольшое количество вкладчиков, но сравнительно большие активы, это те которые ориентировались на обслуживание особо богатых будущих пенсионеров, и затем большое количество мелких фондов. За прошедшее время вот эта последняя группа в принципе там и осталась, поэтому я думаю, что они будут вынуждены между собой сливаться.

– Спасибо Вам за содержательную беседу и желаем дальнейших успехов.

¹ оборот по ценным бумагам включенным в листинг биржи освобождается от подоходного налога, компаниям зачастую дешевле заплатить листинговый сбор чем платить налог

² НКЦБ – национальная комиссия по ценным бумагам, упразднена в 2002 г.