

## ИСТОРИЯ В ЛИЦАХ



### Как "пенсы" на рынок ходили

Дмитрий ЖЕРЕБЯТЬЕВ, региональный менеджер компании Finastra

---

Мое «погружение» в тематику фондового рынка началось в марте 1998 года, а уже в сентябре государство «снарядило» нас в поездку для изучения накопительной пенсионной системы в Чили. Чуть ранее – в марте 1997 года – была принята Концепция реформирования системы пенсионного обеспечения в Республике Казахстан, и в июне того же года – закон «О пенсионном обеспечении в РК», которые заложили основы накопительной пенсионной системы. Поэтому возникла идея посмотреть, как она работает в Чили. Я тогда работал в компании «Жетысу», и на тот момент слова «акции», «облигации» мне были незнакомы – все было впервые.

### Сделать, как у чилийцев, или лучше

Чилийцы с любовью рассказывали нам про свою систему, показали, как работают их пенсионные фонды. На тот момент и в Казахстане уже была мысль, что на рынке должны работать несколько НПФ, и долю Государственного пенсионного фонда в системе нужно сократить как минимум до 30 %. В этом направлении и велась работа.

В Чили нам больше была интересна не теория, а сама пенсионная практика. И чилийцы рассказывали нам, как работает пенсионная инфраструктура, как проводятся платежи, как они избавляются от дублирования счетов. Уже тогда было понятно, что у них не хватает денег на выплаты текущим пенсионерам, и что есть проблемы с инвестированием активов как минимум на протяжении 20 лет.

Через 15 лет реформы чилийцы столкнулись с проблемами: люди, понимая, что денег не хватает на жизнь, пытались мошенничать и через медицинские компании старались получить какую-то инвалидность, чтобы досрочно забрать свои накопления. Вышло так, что проблема была заложена в системе изначально, но они не смогли ее решить.

Другое дело, что нам при экономике конца 90-х все риски, в том числе инвестирования, учесть было невозможно. У нас не было ни достаточных знаний о фондовом рынке, ни механизмов для НПФ, которые позволяли бы фондам зарабатывать. Наш опыт был слабенький, чтобы все это понимать. Но к этому пониманию мы пришли позже, когда в начале нового века состоялось первое частное размещение ценных бумаг. Изначально же инвестиции наших

НПФ в основном уходили в ноты Нацбанка, в евробонды, а в 1999 году мы начали инвестировать за рубеж.

Из чилийской поездки мне запомнилось, что у них уже тогда были инфляционные инструменты. За что мы тоже потом боролись. Но в тот момент у нас была очень странная логика – при задаче уберечь пенсионные активы от инфляции не было инфляционных инструментов. Только в конце 1999 года или даже в 2000 появились инфляционные инструменты, созданные специально для НПФ. Это были государственные ценные бумаги, привязанные к инфляции. Они частично снимали риски управляющих компаний.

В 1998–1999 годах, когда все начиналось, особых проблем с инвестированием не было. Мы ощутили нехватку инструментов к 2000–2001 годам. Это был поворотный момент. С одной стороны, не было достаточно эмитентов, с другой – огромное количество денег у НПФ. Тогда КУПА «Жетысу» уже была полноценным, лицензированным участником биржи. Доля приобретений через биржу была достаточно большой – порядка 30 %. Это были евробонды, ноты, сделки репо. Мы не торговали валютой, с ней мы работали через кастодиан.

В основном мы смотрели на облигации. Для пенсионных фондов, как консервативных инвесторов, это был лучший инструмент. На тот момент в портфеле нашего фонда «Улар» было до 99 % облигаций. Акции пошли в 2002–2003 годах. Но их, как и сейчас, было не очень много. Да и, по большому счету, акции – это не пенсионные инструменты.

В тот период государство выпускало ноты. Но они были мало кому интересны. Это краткосрочные, низкодходные инструменты. Появление индексированных к инфляции гособлигаций ситуацию кардинальным образом не решало. Помню, в 1999 году погасились кризисные евробонды. Потом выпустились новые, которые в 2007 году погасились. Это тоже была проблема – государство, имея Государственный пенсионный фонд, не особо много евробондов выпускало. Как такового бенчмарка государственных евробондов после 2003 года не было.

Теперь есть понимание, что, запуская накопительную пенсионную систему, государство все-таки должно было продумать систему инструментов, в которые можно было инвестировать пенсионные активы. Изначально ставка делалась на «голубые фишки», в которые было решено инвестировать пенсионные активы. А банковские депозиты, напротив, планировалось ограничить – вплоть до введения налога.

Но этого не произошло: развитой системы инвестирования не сложилось, и пенсионные деньги плавно начали направляться в банковский сектор. В чем был риск такой смены вектора? Напомню, изначально, когда реформа планировалась, было очень мудрое решение, что банки не должны участвовать в пенсионной системе. Они также не должны были владеть более чем 25 % пенсионных фондов. Были установлены и лимиты по банковским инструментам.

Но эти принципиальные основы были разрушены: пенсионные фонды чуть ли не на 100 % перешли во владение банков. Они стали невольными участниками банковской системы. Хотя по своей сути банковский и пенсионный секторы – прямые конкуренты. Но поскольку банковский бизнес гораздо проще и понятнее, чем реальный сектор, пенсионные деньги туда потекли. Процесс этот

происходил с 2000 по 2004 год, потом на время все про него забыли. Но он очень важен, потому что мы сейчас к этому же и возвращаемся.

### **Как завели евробонды на биржу**

В полной мере проблему инвестирования, нехватку инструментов, их риски я «прочувствовал», работая в КУПА «Жетысу». Например, валютный риск: хорошо, когда у тебя инструменты валютные, и все идет вверх. А когда курс доллара со 150 падает на 115 – становится больно. Была тема и евробондов. Всем частным НПФ хотелось замечательные казахстанские евробонды откупить назад, потому что доходность там была сумасшедшая – до 60 %. Но никакой фонд, кроме ГНПФ, не мог купить их напрямую через Нацбанк на внешних рынках. По законодательству у частных пенсионных фондов такой возможности не было. Как раз это и послужило толчком к тому, чтобы евробонды были завезены на биржу. Мы стали покупать их через KASE, что положительно сказалось на доходности, она припала до разумных 10 %.

Тогда же возникли и ключевые вопросы: как оценивать евробонды – до погашения, по рыночной цене, как оценивать акции? Чтобы ответить на эти вопросы, были даже образованы комитеты по оценке бумаг. Сейчас смешно об этом думать, но тем не менее это было. Национальная комиссия еженедельно публиковала цены на финансовые инструменты. Например, собирались все руководители управляющих компаний и представители НКЦБ и вместе обсуждали ставку. Но потом это все постепенно перешло на рыночные рельсы. Дальше следующая проблема: недобросовестные эмитенты, например, ШахарМунайГаз в 2001 году...

Также постепенно выстраивалось и законодательство фондового рынка. Например, были сложности с валютными лицензиями. Мы, как брокеры, должны были покупать разовые лицензии. Потом договорились с Нацбанком, чтобы эти разовые лицензии заменить на генеральные через кастодианов.

Но вся эта отработка касалась операционных вещей, не касаясь главного: кто будет у фондов деньги занимать, кто будет генерировать будущие доходы. Опять-таки, базовая часть была на государстве, которое предлагало свои ГЦБ. Потом свои бумаги стали выпускать коммерческие банки. Но у нас по-прежнему не было инструментов развития.

Мы искали различные возможности. Помню, что первые иностранные бумаги, купленные КУПА «Жетысу», были 20-летние облигации «Дженерал Электрик». Мы купили их под 6 % годовых в долларах! Тогда это было просто сумасшествие, даже некоторые высокопоставленные сотрудники Нацбанка были против. Помню, они говорили: «Посмотрите: евробонды казахстанские – под 11 %, а «Дженерал Электрик» – под 6 %! Вы что, не патриоты? Зачем вам это нужно?»

И сейчас похожие разговоры ведутся о том, куда вкладываться – в национальную экономику или за рубеж. Но такой экономический псевдопатриотизм губителен. Инвестиции должны быть дифференцированы. И если посчитать доход от этих долларовых бумаг, взятых под 6 %, за 20 лет, то они принесли бы фонду самый высокий доход. Надеюсь, они остались в портфеле уже ЕНПФ.

### **Как сократили торговый день KASE...**

КУПА «Жетысу» была членом биржи и участвовала в обсуждении и принятии решений. В начале 2000-х я пару раз побывал в торговом зале биржи. Однажды – чтобы посмотреть новую удаленную систему торгов. Уже тогда на бирже толпы не было – почти все торговали дистанционно. Хорошо помню, как произошло сокращение торгового времени биржи. У KASE был стандартный рабочий день, но это было неудобно кастодианам с точки зрения учета. Тогда еще не у всех была автоматизированная система учета. И если торги длились до 18:00, то сделки приходилось закрывать вручную часов до 23:00. А сотрудникам в 9 утра нужно уже быть на работе.

После серии таких конфликтов, в 2001 году, возникла идея заканчивать торговую сессию биржи к 16:00. Мы пошли с таким предложением к президенту KASE Дамиру Карасаеву. Он нас послушал и сказал: «Дайте две недели подумать». И через две недели для удобства расчетов инвесторов и эмитентов биржа начала закрываться в 16:00. Так до сих пор, кажется, и закрывается. У всех бирж свой распорядок работы. Но, как правило, они долго не работают: открылись, торги прошли – закрылись.

Мы до многого доходили благодаря практическому опыту. Помню, в 2004 году один из банков выставил ошибочные котировки: тенговые цены в долларах. Эти лоты три часа провисели на бирже – никому это было неинтересно, никто этого не замечал. Потому что все занимались своими сделками. Это была чистая ошибка, но на другой бирже за секунду вопрос решился бы, а у нас три часа провисело. Это говорило не только о том, что мы еще не всему научились, но и о том, что рынок был неактивный, а все сделки сводились в основном к персональным договоренностям и формальному проведению их на бирже. Это все было законно. Но, в любом случае, это не торговля, не дыхание рынка...

Конечно, в договорную сделку могла бы вторгнуться третья сторона, но поскольку рынок был не особенно активный – она не вторгалась. Уже позже, когда на бирже начались аукционы, началась конкуренция за них, досадные оплошности выявлялись сразу, но главное – пошло биржевое оживление.

### **Когда надпись на заборе важнее бумаги с печатью**

Риск-менеджмент как система в банках начал появляться с 2006–2007 годов. Что тогда говорить про НПФ? Инвестирование пенсионных денег вызывало у нас – управляющих этими активами вполне осязаемые опасения за их сохранность. Если учесть, что в те годы фонд «Улар» был крупнейшим пенсионным фондом, то, инвестируя большие деньги, я старался абстрагироваться от денег, подходил к операции чисто математически. Благодаря математике мы делали очень многие вещи: учет, контроль, доходность. Четыре арифметических действия – и никакой высшей математики.

А риск-менеджмент сводился к анализу простых вещей: что из себя представляет компания-эмитент, каковы ее проекты, кто акционеры компании, какова их репутация. Как пример – история с «Комирбанком». Ко мне приходят сотрудники и предлагают работать с банком, дескать, у него хорошие ставки. Отвечаю: «У них же на заборе написано, когда банк «грохнется». «Как на заборе?» – «А вот смотрите: напротив нас возводится объект банка – его офис. Его сроки сдачи – они написаны на заборе – уже прошли, а он не строится...».

Инвестировать в депозиты банка не решились. И правильно сделали – где теперь «Комир», кто его сейчас вспомнит? И таких историй, когда мы изучали эмитентов, партнеров не по бумагам, а по визуальным вещам, даже таким, как забор, было немало.

Но это не исключало при инвестировании некоторой толики риска. Хотя потенциально были проекты, в которые мы охотно вложились бы. Например, мы тогда думали о проектах государственно-частного партнерства. Можно было бы зайти частными деньгами в строительство метро или в длительные инфраструктурные проекты. Такие подходы были. Это мы обсуждали с Азаматом Джолдасбековым. Рассуждая, если даже инвестиции будут, условно говоря, закопаны в метро, – они будут закопаны в инфраструктуру, которая будет работать.

Но предложений не было, инфраструктурные облигации не пошли. Предлагаемые же муниципальные облигации с позиции НПФ не имели потенциала в силу того, что акиматы не являются хозяйствующими субъектами. В понимании фондов это были не очень понятные займы, без какой-либо гарантии государства, не было и четкого механизма возврата денег. А для пенсионных денег важнее всего – гарантия сохранности и возврата.

Поэтому НПФ искали альтернативу. Например, уход на внешние рынки. Это было и проще, и удобнее. У нас не было задачи попытаться заработать какие-то копейки на трейдинге. Задача была найти долгосрочные правильные инвестиции для фонда. Что объяснимо: в Казахстане долгосрочные инвестиции были на 5 лет, а на Западе – на 30!

Поэтому инвестиции пенсионных активов – это не праздный вопрос, это вопрос стратегический. В некоторых НПФ тогда были капитализированы огромные суммы, а бумаги, в которые они размещались, были низкодоходные. Многие НПФ не хотели полноценно показывать свои портфели.

Эти портфели все были очень разные, а название бумаг в них ни о чем не говорило. И весь «мусор» в них начал оседать в 2003–2005 годах, когда народ смекнул, что можно на бирже размещаться и привлекать пенсионные деньги. А если что произойдет, то тебе ничего за это не будет – дефолт все спишет.

Другими словами, системно риск-менеджмент НПФ не сработал. И претензии тут не только к финансистам. Где-то законодатели, где-то регуляторы, где-то силовые структуры не доработали.

Но корень был немного в другом: дефицит инструментов. У нас и «голубых фишек» как таковых особо не было. А потом случился еще уход с биржи таких гигантов, как Казахмыс, Казцинк. Понятно, что у них изначально не было задачи выходить на рынок, решение выхода было не рыночное. Поэтому просто так на бирже находиться им было неинтересно. Их уход и стал определенным предвестником того, что в ближайшее время привлечь «пенсам» что-то интересное не получится.

### **Чем привлечь инвесторов**

Все эти вопросы мы поднимали и на совете Ассоциации управляющих портфелем частных пенсионных фондов, который создали в 2000 году при АФК. Но здесь больше решали технические вопросы. Но когда в 2004 году я перешел в АО «Centras Securities», а потом возглавил его правление, то

появилась идея нарастить инвестиционное поле за счет сегмента коллективных инвестиций. И вскоре в Казахстане была реализована идея паевых инвестиционных фондов. Centras Securities также открыл несколько ПИФов.

Это нормальный инструмент, который на Западе существует для коллективных инвесторов. Он приемлем для людей, которым некогда разбираться в инструментах, но которые хотели бы инвестировать, доверив свои средства профессиональным управляющим. Второй плюс паев – налоги, которые, как и по депозитам, не платятся.

Думаю, ПИФы вовремя возникли, они разбавили рынок и вначале на своих преимуществах сработали, привлекли средства. Но дальше, как бы мы ни пытались их пропагандировать, человеку было проще положить под 10 % на депозит, чем инвестировать в непонятные паи под 15 %. К тому же случился кризис, и не все ПИФы его пережили. Хотя сейчас некоторые паи и на KASE торгуются.

Паи – один из вариантов расширения перечня инструментов биржи. Есть и другие идеи. Например, у инвестиционной компании «Фридом Финанс» есть отличная идея заводить на KASE западные инструменты. Сейчас компания предлагает бумаги Bank of America. Кто-то может заводить фонды недвижимости, кто-то – золотые фонды. Думаю, это путь развития небольшой биржи, которая решает задачу расширения списка инструментов.

Другой путь – приватизация. Так, в России компания «Газпром» десять лет платила дивиденды по полной программе, и российский рынок пошел. За это время людей приучили к фондовому рынку, и даже случившиеся кризисы инвесторов не испугали. Люди привыкли жить на дивиденды. У нас пока этого нет. И здесь есть, над чем поработать. С одной стороны, мы говорим, что государство – плохой собственник, с другой – приватизация идет очень осторожно. Реализуются минимальные пакеты акций квази- и госсектора, и государство все равно остается у руля. Если же пойдет полноценная приватизация по самым привлекательным госактивам, то это создаст новый класс инвесторов и серьезно двинет фондовый рынок.

Правда, у нас есть не совсем удачный опыт привлечения частных инвесторов к приватизации. В середине нулевых государство инициировало программу информирования населения о фондовом рынке, в которой я тоже участвовал. Она готовилась года три и стартовала в 2008 году, когда грянул кризис. Это время было точно не для инвестиций.

Но в целом фондовый рынок – это квинтэссенция общей экономики. А у нас не отработаны вопросы, связанные с защитой прав инвесторов: налогообложение, декларирование, судебная защита. И пока мы не будем уверены, что налоговая система более-менее стабильна, не будем уверены в судебной системе – очень сложно двигаться.

Мы пытаемся привлечь внешних инвесторов, что само по себе похвально. Но парадокс в том, что нам внутренние инвесторы не очень доверяют. Хотя, думаю, до 10 % населения могло бы участвовать в фондовом рынке. Наверное, это – одна из задач нашего фондового рынка на ближайшую перспективу.