

KASE: ИСТОРИЯ В ЛИЦАХ



Регулятор всегда слышал голос рынка

С 2002 по 2011 год должностные обязанности Елены БАХМУТОВОЙ в Национальном Банке, а затем в АФН были связаны с надзором финансовых рынков и финансовых организаций.

Она также входила в состав биржевого совета KASE. И на этот период пришлось немало событий, связанных, в том числе, с развитием фондового рынка. В частности, закладывались основы корпоративной культуры. В начале 2005 года Советом эмитентов был принят базовый кодекс корпоративного управления, затем Парламент принял поправки к законам об АО и рынке ценных бумаг. На его основании был разработан и принят Кодекс корпоративного управления, который базировался на международном опыте и являлся типовым документом для всех АО финансового и реального секторов. С 01 октября 2006 года документ стал обязательным для определенной категории эмитентов.

Елена Бахмутова, ныне возглавляющая Ассоциацию финансистов Казахстана, согласилась принять участие в проекте KASE "История в лицах" и поделилась своими воспоминаниями о том периоде развития фондового рынка и финансовой системы страны.

– Елена Леонидовна, учитывая Ваш огромный опыт работы в надзоре, хотелось бы начать с развития корпоративного управления в Казахстане. Шла планомерная работа на государственном уровне по установлению правил игры на фондовом рынке. В нее были вовлечены и Национальный Банк, и АФН. Как Вы вспоминаете тот период, какие были предпосылки к этой работе, и какие цели ставились?

– Процесс формирования корпоративной культуры начался значительно раньше. Казахстан одним из первых на постсоветском пространстве создал Национальную комиссию по ценным бумагам, которая сделала очень много для развития фондового рынка. В бытность нацкомиссии создавались и биржа, и основы регулирования, и первые законы. Так что основу для развития фондового рынка и биржи создала НКЦБ в начале 90-х годов.

Нужно отдать должное тем людям, которые работали в первой НКЦБ. Потом было принято решение о ее присоединении к Нацбанку, и когда я пришла в НБ РК, здесь уже работал соответствующий департамент. В мою бытность создали общий департамент финансового надзора, куда вошли и функции регулирования фондового рынка. Потом на его базе было создано АФН с расширенными функциями.

В целом же развитие фондового рынка – это была целенаправленная работа государства, которое пыталось создать его инфраструктуру такой, какая

была в цивилизованных странах. Естественно, этот рынок невозможен без полноценной фондовой биржи и законодательного обеспечения.

Еще одна важная составляющая этого процесса – инициативность и огромный энтузиазм бизнеса. Это были молодые люди, достаточно продвинутые, которые пытались создать что-то новое, ориентируясь на международный опыт. Они задавали настрой, поэтому наш рынок был живой, энергичный. Но по мере развития экономики требовалась его адаптация к меняющимся условиям, и здесь движущей силой выступало государство.

Конечно, у нас не доставало опыта, поскольку переход к рыночной экономике был шоковым. Если бы мы посмотрели на то, как развивался фондовый рынок в таких странах, как США, где, образно говоря, сначала "протоптали дорожку, а потом ее заасфальтировали", то, может быть, и мы избежали бы каких-то ошибок. Но у нас, к сожалению, сначала дорожки распланировали, заасфальтировали, полагая, что законопослушные граждане будут по ним ходить, но не все получилось. Понятно, что во многих случаях просто невозможно было ждать, когда эти дорожки кто-то протопчет, и надо было их создавать.

Когда я работала в Нацбанке, изменения в законодательство о рынке ценных бумаг вносились перманентно. В то время у нас были консультанты – из МВФ, Всемирного банка, и мы с благодарностью пользовались их опытом и помощью коллег из других развитых стран.

– Казахстан опирался на западный опыт, но мы тогда значительно отличались от Европы и США по ментальности, по восприятию частной собственности, не говоря уже о состоянии экономики. Можно ли было переносить это без адаптации на нашу почву?

– Мы изначально пытались создавать законодательство таким, каким оно должно быть в цивилизованных странах. Может быть, мы не всегда учитывали ту среду, в которой жили, но, думаю, в той ситуации этот подход был правильным. Потому что смотреть лишь на то, что происходит в текущий момент, не всегда целесообразно. Надо думать о том, как это должно быть в будущем.

Я хорошо помню, как в бытность АФН мы проводили конференцию с участниками рынка, где рассказывали, что необходимо иметь Кодекс корпоративного управления, как важен он для инвесторов и биржи, для того, чтобы можно было проводить IPO, торговать долговыми ценными бумагами. Тогда уже в Казахстане сложилось профессиональное сообщество финансистов и предпринимателей.

В стране было большое количество формальных акционерных обществ (больше двух тысяч). Но лишь некоторые из них могли называться реально "акционерными". Большинство не очень понимали, зачем им такой статус.

Кодекс корпоративного управления был нацелен на те компании, где было несколько акционеров, в том числе миноритариев. И важно было, чтобы они понимали все о форме собственности и о том, как должны быть разделены функции акционеров, Совета директоров и менеджмента.

Конечно, в те годы многое звучало как чистая теория, не все понимали, что это имеет практическую ценность. Регулятор, внедряя требования по

корпоративному управлению, сразу же думал о том, как сделать, чтобы Кодекс КУ не остался номинальным документом. Поэтому и ввели требование, чтобы наличие кодекса стало обязательным для включения в листинг биржи высшей категории, а также обязательность его утверждения на общем собрании акционеров.

– Но формализма здесь избежать не удалось?

– Как говорится, правила игры были заданы, но дьявол кроется в деталях. Речь о том, как это реализовалось на практике, учитывая общую среду. Тогда из двух тысяч АО реального сектора лишь несколько десятков действительно имели большое количество акционеров и соответствовали этому определению. И они не могли создать критическую массу на рынке. В этом смысле финсектор оказался более продвинутым, чем реальный сектор.

Регулятор натолкнулся на недопонимание и инертность. Это был тот самый случай, когда хорошие семена падают на неподготовленную почву и ростки погибают. Однако, некоторые из них все же проросли.

Как бы то ни было, но дальнейшее развитие фондового рынка продолжилось в том числе и благодаря этим мерам. Появилась потребность у эмитентов выпускать как облигации, так и акции, некоторые компании привлекли капитал на внешних рынках. Именно в те времена и началась достаточно активная торговля корпоративными бумагами на бирже. Что также было связано с наличием хорошей инфраструктуры биржи, брокерско-дилерских организаций и профессиональных инвесторов (НПФ в первую очередь).

В тот же период были упразднены ЗАО, ОАО. Их заменила такая форма собственности, как АО. Был установлен минимальный размер уставного капитала. У кого капитал был ниже установленных норм, должны были постепенно преобразоваться в ТОО либо увеличить акционерный капитал через новые размещения акций. Следом возникла необходимость внесения изменений и в законодательство о ТОО, которые также развивались в общем направлении и какие-то элементы КУ применяли. Смысл разделения был в том, чтобы компании, которые в принципе не видят необходимости сохранять статус АО, должны преобразоваться в ТОО. В принципе, это разумная мера, хотя она и создала некоторый ажиотаж на рынке. Но благодаря этим изменениям рынок получил определенный импульс развития.

– Это была лишь часть дела, многим еще памятно, как велись первые реестры акционеров в амбарных книгах...

– Да, были злоупотребления в записях, и были серьезные вопросы, связанные с регистраторами на рынке ЦБ. Естественно, возникали проблемы по миноритарным акционерам. Это было связано с тем, что в ходе приватизации 90-х годов формальностям уделяли мало внимания, когда передавали в собственность трудовым коллективам акции. Их получали работники, которые не понимали, что это за инструмент, и именно такие новые акционеры оказались "молчащими". Когда же возникла необходимость преобразовать такие АО в ТОО, то просто не могли собрать кворум общего собрания. Пришлось и с этой проблемой разбираться.

Поэтому рынок и регулятор постепенно пришли к решению, что должен быть единый регистратор. Произошла определенная чистка и в этом сегменте

на рынке ценных бумаг. В итоге изменения в законодательстве в середине 2000-х годов способствовали оптимизации рынка, что позволяло уже из оставшихся АО формировать его полноценных участников. Это стало проверкой на прочность и для профессиональных участников РЦБ. В том числе и биржи, потому что потом пришло время самой KASE отслеживать, как исполняется Кодекс корпоративного управления. Тогда же были внесены изменения в законодательство с точки зрения совершенствования понятий манипулирования, инсайдерской информации и т.д.

– Но биржа – это лишь торговая площадка и не наделена функциями контроля эмитентов...

– Мы столкнулись с тем, что функция расследования не входила в полномочия финнадзора. Поэтому хотели, чтобы вопросы оценки взяла на себя биржа, где была возможность создать комитеты с участием экспертов. Международная практика говорила о том, что должно быть применено профессиональное суждение для признания сделок, совершенных в целях манипулирования,

Хотя нельзя сказать, что все, что было сделано, было сделано идеально. Например, по-прежнему актуальна тема миноритариев. Законодательство заточено на защиту миноритариев, однако, в начале 2000-х годов уже появились игроки на рынке, которые поняли, что, став миноритарными владельцами акций, можно серьезно осложнить деятельность общества и его крупных акционеров, Основная цель таких действий – вынудить крупных акционеров выкупить акции у миноритариев по завышенной цене.

– На какие рычаги могли давить миноритарии, чтобы создавать проблемы АО?

– Можно было блокировать определенные решения, например, созыв общего собрания, не участвовать в нем, затруднять формирование органов управления общества, блокировать решения по увеличению акционерного капитала и т.п. Потребовалась формализация процедур, с тем чтобы миноритарные акционеры, по крайней мере, действовали строго в рамках закона. Чтобы не было каких-то аффилированных регистраторов, которые могли бы манипулировать процедурами. Смысл в том, чтобы регистратор был независимым, чтобы не преследовал интересы отдельно взятого акционера. Решение этих проблем способствовало созданию и усовершенствованию инфраструктуры рынка ценных бумаг. Таким образом, становление биржи проходило на фоне становления других участников фондового рынка, без которых она не может развиваться: Центральный депозитарий, система клиринга.

– Как часто практика заставляла финансовые власти менять правила игры?

– В истории рынка ценных бумагах были взлеты и падения. К сожалению, после того, как начался кризис, где-то по объективным причинам, где-то по субъективным начались дефолты по обязательствам эмитентов. Это потребовало изменений в законодательстве, в том числе и правилах биржи, Законодательство не было приспособлено для разрешения проблем,

До кризиса были ожидания, что рынок будет только расти, а тут – падение и такие драматичные изменения. Надо было проводить

реструктуризацию по выпущенным облигациям, а не просто исключить такие облигации из листинга биржи, Причем делать это необходимо под контролем тех же держателей облигаций, чтобы соблюсти равенство их прав,

– Искали баланс между необходимостью расти фондовому рынку и ужесточением правил? Но чем жестче закон, тем меньше игроков...

– До 2007 года финансовый рынок был флагманом развития, а участники рынка были очень активны. И довлела позиция, что надо дать шанс флагману развиваться, а потом можно будет ужесточать правила, Сейчас много говорят: надо было раньше ужесточать регулирование, тогда бы не было этого кризиса. Но кризисы были, есть и будут. Никуда от них не денемся. И каждый новый кризис не повторяет предыдущий, и с этим тоже, к сожалению, ничего не сделаешь.

– Кризис высветил такие темы, как аффилированность компаний. АФН, возглавляемое Вами, имело видение и принципы, которые были обусловлены опытом реструктуризации трех банков, многочисленных дефолтов, допущенных на рынке ЦБ, реструктуризацией долгов. Впоследствии это было учтено в требованиях к эмитентам и правилах выпуска ЦБ?

– Мы настаивали на принципе прозрачности деятельности эмитента и информированности инвесторов. Это было одной из гарантий того, что организации, которые были готовы постоянно привлекать новые инвестиции через долговые ценные бумаги, не допустят дефолта при малейшем дуновении ветерка. Поэтому активно развивался такой институт, как депозитарий финансовой отчетности, обязательное публичное раскрытие аффилированных лиц и сделок с ними, публикация аудированной финансовой отчетности. За несоблюдение требований о раскрытии регулятором введены санкции и штрафы.

Регулятор пытался "цивилизовать" рынок. Возможно, где-то перегнули палку, и те компании, которые решили, что для них это слишком обременительно, просто ушли в тень. Они старались брать кредиты в банках, а не на фондовом рынке, наиболее крупные стали выходить на иностранные биржи. Мы видели, что ликвидность уходит на иностранные биржи, пытались заставить таких эмитентов хотя бы часть пакетов акций размещать внутри страны. Понимали, что это местный рынок не спасет, но, по крайней мере, даст хоть какой-то импульс, Кстати, выход на внешние рынки отечественных компаний стимулировал и прогрессивные изменения в законодательстве, И тот факт, что размещение ценных бумаг проходило одновременно и на внешнем и на внутреннем рынках способствовало внедрению лучших стандартов и практик иностранных бирж на отечественном рынке,

– Вы были более жесткими, чем западные регуляторы?

– Нет. Иногда какие-то наши требования были мягче, какие-то жестче. Различие было в том, что на западе регулирование и надзор в большей степени базируются на принципах, на суждениях, на этических нормах, а у нас все это процедурно. Это наша реальность: мы больше привержены процедурам, потому что это проще воспринимается и легче проверяется. А несоблюдение процедур трактуется однозначно. Тогда как суждение

базируется на экспертной оценке, предшествующем опыте, предположениях, Такие действия могут быть оспорены в разных инстанциях.

Суждение воспринимается тогда, когда сформулировано профессионально, непредвзято и безупречно. Безупречность же основана на конкретных личностях, а личность – на признании.

Но верность суждения очень сложно доказывать. Я помню показательную историю с ВалютТранзитБанком, когда со стороны регулятора было применено по сути профессиональное суждение при оценке достаточности провизий, Однако руководство банка обратилось в суд на действия регулятора, который вместо формального следования процедурам применил оценку, основанную на совокупности подтвержденных факторов, Коротко суть: был выдан кредит под инвестиционный проект. Однако заемщик не вложил собственных средств, не имел денежных потоков, а в залоге была только земля и ветхое строение на ней, Регулятор посчитал, что текущей справедливой стоимостью займа в настоящий момент будет рыночная стоимость заложенной земли, а банк настаивал на оценочной стоимости будущего завода, который через пять лет будет производить продукцию

Кстати, тот проект так и не был реализован, а банк обанкротился,

Что касается посткризисной реструктуризации обязательств ряда эмитентов, то частично это были причины системного характера, Проекты основывались на устойчивом росте экономики и денежных доходах населения, а резкое торможение не могло не вызвать ломки таких бизнес проектов.

Кстати, некоторым компаниям-эмитентам все же удалось восстановиться, благодаря возможности провести реструктуризацию обязательств, в том числе и по облигациям.

Механизм реструктуризации сработал: крупные кредиторы, облигационеры вложились в капитал. Сам факт того, что они поддержали бизнес, а впоследствии вернули свои деньги, наверное, сыграл положительную роль. И под это как раз перестраивалась структура фондового рынка. Правила биржи были изменены, чтобы не формально исключать дефолтные облигации из организованного рынка листинга, а решать проблемы под контролем держателей облигаций..

Пройденный фондовым рынком путь – это путь проб и ошибок. С одной стороны, безусловно, было направляющее государственное участие. Участие личностей, которые были к этому причастны, – я говорю про своих коллег из Национальной комиссии по ценным бумагам, из министерства финансов, которые создали основу для развития рынка ценных бумаг, Но рыночные игроки тоже не были сторонними наблюдателями. Именно благодаря активности профессиональных участников рынка, их инициативам, менялось законодательство, регулирование, совершенствовалась инфраструктура.

Тогда была очень активна Ассоциация финансистов. Невозможно было что-то без предварительного обсуждения на площадке АФК принять, Это создавало здоровую атмосферу для развития, Однако, следует отметить, что государственное регулирование продолжало стимулировать конкуренцию на рынке. А когда рынок столкнулся с кризисом, потребовалось антикризисное регулирование государства.

– Но дальше произошло неоднозначно оцениваемое событие – объединение пенсионных фондов в один. Как Вы оцениваете его?

– Это очень серьезным образом подкосило фондовый рынок. Можно было по-разному относиться к деятельности НПФ и их регулированию. Здесь довлела государственная позиция – были запреты на аффилированные лица, на сделки с ними. Также совершенствовались процедурные механизмы по контролю. Но, как говорится, надзор хорош тогда, когда большинство участников законопослушно. В противном случае ужесточение регулирования приведет к тому, что для законопослушных участников жизнь станет сложнее, а для тех, кто не соблюдает никаких законов и пытается находить лазейки, – проще.

Как правило, в этой ситуации жесткость регулирования оказывается бесполезна.

Мы стали заложниками именно этой ситуации. Можно сколько угодно говорить: манипулирование это или не манипулирование; аффилированные лица или не аффилированные. Однако доказать сговор практически невозможно, равно как и аффилированность участников, если через формальную проверку они никак – договорами или иным легальным способом между собой не связаны.

Наверное, это стало проблемой. То есть запрет на совершение договорных сделок, которые пытались блокироваться через регулирование, в частности на фондовой бирже, в определенной степени способствовали ограничению вложений в аффилированные компании. Но если сам эмитент не прозрачен, его реальные собственники не раскрыты (а де-факто и де-юре они разные), то такие механизмы противодействия связанным сделкам через прозрачность просто не работают. Эта проблема с раскрытием собственников – тоже наша история, которая актуальна и сегодня.

Кстати, с этой проблемой всерьез регулятор столкнулся еще в конце 90-х – начале 2000-х, когда были выпущены первые депозитарные расписки. Они выпускались банками для хороших целей – привлечения капитала. Но потом оказалось, что собственники депозитарных расписок нам неизвестны, все это было сделано через механизм номинального держания. Для казахстанских номинальных держателей мы сделали обязательное раскрытие участия, но для зарубежных – мы были никто. В таких случаях мы вводили обязательства для крупных участников – раскрывать информацию о себе, даже если они это делают через номинальное держание. Или был механизм запрета на голосование, если собственники не раскрылись как крупные участники. Такое в практике было. Была попытка залатать дыры ужесточением регулирования и запретом.

Наверное, был слишком большой крен в область регулирования. Думаю, надо было искать союзников среди инвесторов на фондовом рынке, чтобы участники из этических соображений следовали правилам. Потому что они сами в них заинтересованы. Но требовалось время, чтобы это стало для всех потребностью. К сожалению, соблюдение принципов вопрос скорее этики, нежели надзора.

У нас был дисбаланс – среди эмитентов преобладали финансовые организации, и был недостаток эмитентов из реального сектора. Крупные

государственные компании не были заинтересованы в выходе на местный рынок, и они шли на внешний рынок. Запреты своей роли не сыграли бы, потому что для развития национальных компаний требовалась ликвидность, которую отечественный рынок предложить не мог. И то, что они размещали 20 % на местном рынке, – это был просто жест доброй воли.

Но на самом деле национальные компании не воспринимали отечественный рынок, как рынок для них. Поэтому получилась такая коллизия, когда финансовые организации довели и как собственники, и как профессиональные участники, и как эмитенты. Ситуацию изменили именно НПФ, поскольку пенсионные фонды – это профессиональные инвесторы. Тогда появилась и определенная активность среди частных инвесторов, часть которых были формализованы через инвестиционные фонды.

Физические лица начали понимать, на чем зарабатывают пенсионные фонды, следить за доходностью на рынке, начали активно переходить из фонда в фонд. Были здесь, конечно, перекосы, но вкладчики пенсионных фондов начали понимать, что такое фондовый рынок. Они начали понимать также, что может быть не только рост, но могут быть и потери. Поэтому нужно следить за своими вложениями.

Если бы хватило времени до кризиса дойти до определенного уровня развития ПИФов, то, возможно, у нас сформировалась бы критическая масса из физических лиц, частных инвесторов. Возможно, тогда бы уход частных НПФ не стал бы столь катастрофичным для отечественного фондового рынка.

Регулятор внедрял международный опыт и способствовал развитию рынка. Биржа здесь играла ведущую роль, стараясь находить баланс между бременем регулирования и потребностью участников рынка. Она, по сути, этот баланс и создавала.

– Но есть же и факты того, что были компании-пустышки, которые под совершенно нелепые проекты размещались, привлекали деньги, а потом схлопывались. До сих пор ЕНПФ это аukaется...

– В пенсионной системе была жесткая система лимитов, запреты на сделки аффилированных сторон. Они были достаточно аргументированные, соответствовавшие международной практике. Кроме того, были лимиты с точки зрения рейтингов. Для отечественных эмитентов ВВ- был всегда минимальный рейтинг, ниже нельзя. Потом стали В- делать – это уже был консенсус с рынком.

Говорилось о том, что пенсионный рынок – самый активный участник, но получалось, что он никак не мог вкладываться в растущие компании, и это ненормально. Было много споров, и, как компромисс, определили, что не более 5 % пенсионных активов могут вкладываться в корпоративные ценные бумаги без рейтингов. Но это было в предкризисные времена (2006), когда рыночные участники пеняли регулятору, что его запреты тормозят развитие экономики, в частности запрет на вложение в ПИФы недвижимости и безрейтинговые бумаги.

У такого рода инструментов была выше доходность.

Напомню, что тогда для пенсионных фондов установили лимиты по доходности. Собственно говоря, это была оценка рынка – средневзвешенная

доходность по всем НПФ, сначала за три, потом за пять лет. Но пенсионному фонду (управляющей компании) нельзя было показывать доходность ниже 75 % от этой взвешенной доходности, либо они компенсировали доходность собственным капиталом... Это подвигало управляющих активами НПФ к тому, что в портфеле должны быть и доходные (как правило, с высоким риском) бумаги. В противном случае они не могли показывать достаточный уровень доходности. Плюс возникла потребность сопоставлять это с инфляцией. Когда был большой рост рынка, об этом не задумывались. А когда рынок начал прогибаться – возникли проблемы с доходностью, и возникло давление – давайте дадим возможность вкладываться в растущие компании.

Когда же появились фонды недвижимости, захотели и в них вкладываться. Но, по крайней мере, это финансовый инструмент, который имел рыночную цену и был достаточно ликвидным. Такие бумаги появились уже перед кризисом. А так в регулировании пенсионного рынка всегда присутствовали рейтинги, и вкладываться можно было в бумаги с достаточно высоким и устойчивым рейтингом.

Естественно, бизнес для рейтинговых компаний тоже был. И в Казахстане зазвучали идеи создавать отечественные рейтинговые компании. Они запустились, но их рейтинги признавались ограниченно. Хотя, в принципе, это был дополнительный источник информации для непрофессиональных инвесторов, чтобы они ориентировались на рынке.

В этот момент у нас появились представители держателей облигационеров, которые тоже должны были профессионально помогать им в понимании, все ли в порядке с их бумагами. В принципе, они давали такую информацию, и, на мой взгляд, развитие рынка позволяло получить достаточную и финансовую, и нефинансовую информацию о деятельности АО через публичные раскрытия. Проблема в том, что, возможно, индивидуальный инвестор не мог такой объем информации сам переработать, и ему требовались "переводчики". А "переводчики" для физиков – это паевые фонды. Их до кризиса было порядка 200. Они постепенно преобразовались в закрытые фонды рискованного инвестирования.

– Но они, согласно закону, не рекламируются...

– Не рекламируются, они – для профессиональных инвесторов. Такой институт "переводчиков" создавался уже для индивидуальных инвесторов, к которым можно было бы отнести и участников пенсионных фондов. Но создавался, наверное, не до конца – помешал кризис.

– Тогда АФН плотно занялся темами банкротства и риск-менеджмента. В 2010 году готовился закон о банкротстве АО.

– Это было связано с необходимостью приведения реструктуризации в соответствие с законом. Эмитенты столкнулись с невозможностью урегулировать вопросы, поскольку для них этот инструмент был очень ограничен. К примеру, в банковское законодательство необходимые меры были внесены – там могло и государство участвовать, и самые крупные облигационеры – инвесторы. А на рынке ценных бумаг таких изменений не было. И для того, чтобы можно было реструктурировать обязательства АО, эмитентов, которые выпустили бумаги на фондовой бирже, разрабатывался закон. После этого, базируясь на этом законодательстве, были проведены

некоторые реструктуризации – какие-то успешно, какие-то не очень. Но, по крайней мере, выработанный механизм этому способствовал.

Изменение в законодательство позволило легально вносить изменения в проспект выпуска ценных бумаг, чтобы разделить ответственность их владельцев и самого общества. А представитель и держатель облигаций должен в обязательном порядке входить в состав комитета кредиторов, чтобы наблюдать за тем, как выполняет общество свои обязательства с точки зрения уже реструктурированной задолженности.

– На Ваш взгляд, почему один объединенный фонд – ЕНПФ – не может справляться с тем, с чем справлялись 12–14 частных пенсионных фондов? Что принципиально изменилось – деньги те же, лимиты те же, правила фактически те же?

– Все просто: единственному ЕНПФ не с кем торговать. В бытность большого числа НПФ фонды активно торговали, в том числе и между собой. Они являлись участниками рынка – покупали, продавали бумаги. Возможно, были договорные сделки, но в целом шла ежедневная торговля. Была рыночная стоимость бумаг, потому что по ним были постоянные сделки, и основными игроками на бирже были НПФ. Конечно, были и особенности, у кого-то бумаги купили и до погашения держали, кто-то купил ЦБ для продажи.

Но все равно это была торговля по справедливой стоимости, которая образуется только тогда, когда на бирже существует торговля в достаточном количестве. Не одна–две сделки, а постоянные сделки, причем не договорные, а рыночные. Тогда будет реальная справедливая стоимость, и можно будет в любой момент по справедливой цене продать ценную бумагу.

Очень сильно развивался рынок репо, обратного репо пенсионных фондов. Потому что они покупали ценные бумаги, у них были деньги от взносов, и в залог обратного репо НПФ брали ценные бумаги, опять же, из того списка, который им был разрешен. Но как только эти пенсионные фонды объединили в один, то торговля застыла. Приобрел ЕНПФ ценные бумаги и что дальше? Сам же себе он их не продаст. Вот и держит до погашения.

Поэтому, когда сейчас идет дискуссия о том, что надо передавать активы в управление частным компаниям, я в принципе это поддерживаю. На иностранном рынке вполне можно нанять солидную управляющую компанию, которая может управлять частью активов так же, как сейчас управляется Национальный фонд. Это позитивный пример, который Нацбанк уже применяет. Можно было нанять управляющие компании, которые бы торговали на рынке акций, другие – на рынке облигаций. Соответственно, вокруг них активизировались бы брокерско-дилерские компании. Как только фонды исчезли, брокеры тоже снизили активность. Оставались страховые организации, которые также являются профессиональными участниками. Но, к сожалению, страховой рынок развивается не очень высокими темпами. Паевые фонды тоже сжались.

Но я сохраняю оптимизм – с начала кризиса прошло уже достаточно много времени, с тех пор участники закалились, поэтому мне кажется, что у фондового рынка есть потенциал. И сейчас уже никто не уповает только на пенсионные фонды, все понимают, что должна быть диверсифицированная база и эмитентов, и инвесторов.

Надеюсь, что наши национальные компании после всех пертурбаций на валютном рынке тоже заинтересованы заимствовать в тенге. Сейчас они уже не с такой высоты смотрят на отечественный рынок. Наш рынок по-прежнему заинтересован и в количестве и качестве эмитентов, и в количестве и качестве инвесторов. Причем как эмитенты, так и инвесторы должны быть диверсифицированы. Не надо уповать на пенсионные фонды и на то, что они – панацея от проблем. Не надо повторять ошибок прошлого. Нельзя, чтобы пенсионные фонды превалировали на рынке, потому что под них делалось, по сути, регулирование биржи и, тем самым, ущемлялась возможность выхода на фондовый рынок для небольших эмитентов.

Кстати, хорошая идея появилась – дать возможность стартаповским компаниям выходить на рынок (понятно, для ограниченного круга квалифицированных инвесторов). И у нас должны заработать венчурные фонды для тех, кто готов рискнуть, разделить риск с самими стартапами.

– Как Вы сейчас воспринимаете ликвидацию АФН, тихий уход РФЦА?

– Ни в коем случае не надо воспроизводить буквально то, что было прежде. Сейчас все уже изменилось: рынок, среда, регулятор. Сейчас вызовы новые, но прежние уроки не прошли даром. На рынке появились новые, очень амбициозные игроки.

На мой взгляд, сейчас и у биржи непростое время, есть определенные вызовы. Хотя они во все времена были – эти новые вызовы. Тогда был РФЦА, сейчас – МФЦА, и, соответственно, биржа должна понимать свою роль и свое место на рынке. В свое время РФЦА стал заложником ситуации. Момент его запуска пришелся на кризис, и, можно сказать, его принесли в жертву.

МФЦА – это немного другое: другая концепция, рынок иной, и, вполне возможно, что и эффект будет значительным со временем. Но наша Казахстанская фондовая биржа уже состоялась. У нее есть свои игроки, инфраструктура, опыт, поэтому, мне кажется, что ни в коем случае не надо отказываться от того, что уже создано. И в любом случае нужно этот потенциал использовать и развивать. Это самое главное.