

Татьяна Батищева

Старая песня о главном

Предложения правительства по развитию фондового рынка носят частный характер, без исправления ключевых недостатков. Это грозит упущенным временем и новыми сложностями при следующей попытке запустить отечественный рынок



На

сегодняшний день казахстанский рынок ценных бумаг имеет следующие родовые признаки: узкую инвесторскую базу и отсюда низкую финансовую глубину рынка; отсутствие достаточного числа качественных эмитентов; засилье банков как инвесторов и эмитентов, зарегулированность рынка и отсутствие элементов саморегулирования рынка.

Первые три признака — следствия системы финансирования экономики, основанной на банковском кредитовании. К 1997 году произошла пенсионная реформа, обязавшая работодателей ежемесячно перечислять в пенсионные фонды 10% заработной платы работника. В результате фондовый рынок каждый месяц стал получать огромный приток средств, в среднем 13—15 млрд тенге, которые нужно было куда-то вкладывать. Вследствие чего был запущен рынок облигаций.

Банки как состоявшиеся к тому времени финансовые институты приняли активное участие в создании дочерних НПФ и в выпуске облигаций. Капитализация облигаций банков занимает почти 70% рынка для вложений.

Симбиоз банков и НПФ подавил остальных инвесторов, в первую очередь небанковские страховые компании, а также розничных инвесторов, которым отошла роль статистов. Произошла опосредованная монополизация банками фондового рынка через владение НПФ, страховыми и инвестиционными компаниями. Всеобщая аффилированность привела к отсутствию конкуренции за инвестора, манипуляции ценами, когда даже один крупный инвестор может запросто «уронить» рынок.

Государство создало банкам комфортные условия развития. Крупнейшие госкомпании вложили деньги на депозиты, был создан фонд гарантирования банковских вкладов (лимит покрытия которого вырос с 700 тыс. до 5 млн тенге), депозиты физических лиц не облагаются налогами. Льготы для банков не сравнимы с льготами для фондового рынка.

Стратегия: что и как построить
Для полноценного развития рынка ценных бумаг необходимо: первое — перейти к

системе финансирования на базе фондового рынка и вернуться к небанковской модели фондового рынка. Для чего следует ввести законодательные ограничения с тем, чтобы в течение определенного периода времени банки перестали быть собственниками пенсионных фондов и страховых компаний. Второе — исправить инфраструктурные недочеты, в основном судебного и законодательного характера. Рынок собственности не может планомерно развиваться без адекватного формирования судебной и правоохранительной систем. Владельцам акций нужны гарантии того, что завтра никто не сможет забрать их бумаги, иначе путь розничных инвесторов на рынок акций будет долгим. Помощь нужна и квалифицированным инвесторам, которым важно создать условия, по которым сегодня работает мировой рынок. А именно дать возможность проводить короткие продажи, покупать по системе расчета T+3 на иностранных биржах бумагу с возможностью быстрой перепродажи (не дожидаясь ее расчета через три дня), упростить нормативы по взвешиванию бумаг в капитале и др. Иначе мы рисуем остаться без дееспособного брокерского корпуса.

Потерянная эффективность

Ответ государства текущему моменту больше похож на тактические действия в стиле «латания дыр», нежели переосмысление стратегии и поиска вариантов усиления конкуренции местного рынка. Мера по развитию задекларирована одна — программа «народное IPO». В совершенствовании фондового рынка усилия будут концентрироваться на «трех китах» — повышении прозрачности деятельности эмитентов, усилении защиты прав и интересов инвесторов, а также дальнейшего совершенствования инфраструктуры рынка.

Самые употребляемые словосочетания в перечне мер — «установить требование» и «повысить ответственность», что, бесспорно, усиливает позиции инвестора, но не понятно, как сработает на привлечение ликвидности — в масштабе рынка изменения значительные, но не глобальные.

В части совершенствования инфраструктуры рынка планируется нагрузить Казахстанскую фондовую биржу (КФБ) дополнительным мониторингом раскрытия эмитентом информации, а также повысить роль представителя держателей облигаций и ввести новый вид профессиональной деятельности — клиринг. Два последних пункта актуальны и существенны. Хотя не факт, что они заработают в ближайшее время.

Еще в 2009 году Биржевой совет КФБ утвердил концепцию внедрения системы расчета T+n и клиринга. 19 августа 2011 года состоялся совет по финансовой стабильности РК, где была одобрена идея вне-

дрения этой системы и поставлена задача ускорить срок внедрения. Биржа разработала пакет поправок в законодательство, разослала в Национальный банк (НБРК) и на рынок. Реакции на документ до сих пор нет. Как следствие, поправки не вошли в ближайший законопроект о минимизации финансовых рисков. Не вошли они и в проект закона по вопросу развития фондового рынка в части реализации народного IPO. Из-за того, что нет правового обеспечения, в октябре текущего года Биржевой совет принимает решение исключить вопрос из планов работы на 2011 год до момента принятия соответствующего законодательства. Теперь непонятно, в какой законопроект в будущем будут включены поправки. А они важны. T+n позволит американским инвесторам торговать на КФБ, поскольку увеличивается срок расчета сделки и появляется возможность продажи бумаги до момента исполнения сделки. Не случайно локальные торговые площадки, стремящиеся привлечь иностранцев, стараются перейти на эту систему расчета. К примеру, сравнительно отстала в биржевом плане Монголия вводит у себя T+n со следующего года.

Ситуация с T+3 вскрыла злободневную проблему. После перехода Агентства финансового надзора под крышу НБРК регулирование (разработка законов) перешло в Национальный банк, а надзор остался в Комитете финансового надзора (КФН). Даже если у руководства Национального банка есть четкое понимание развития рынка, не факт, что рядовые исполнители, для которых фондовый рынок — непрофильная деятельность, смогут адекватно — квалифицированно и оперативно — принимать решения по фондовому рынку.

Капитал интересует растущий фондовый рынок



К тому же после поглощения независимого регулятора Национальным банком существует большая сложность согласования принимаемых норм и текущей практики. Если ранее «норматив не бился» и возникали вопросы с его исполнением, рынок шел в управление методологии АФН, садился с разработчиком документа и находил решения. Сейчас такой возможности нет. Следует направить запрос в Национальный банк и терпеливо ждать, когда документ пройдет инстанции и попадет к нужному специалисту.

Про IPO и не только

Если вернуться к идее «народного IPO» как катализатора биржевого рынка, то она вполне работоспособна и ее востребованность никто не оспаривает. Другой вопрос, как она будет осуществляться, и здесь есть поле для дискуссии. В частности, принципиальная позиция КФБ

ПРОЕКТ В МАСШТАБАХ ГОСУДАРСТВА

Без государственного участия фондовый рынок развиваться не будет, считает председатель правления инвестиционной компании «БТА Секьюритис»

Олег Цуркан.

— Разговоры о повышении ликвидности биржевого рынка ведутся с момента его образования. Тем не менее вопрос не решен до сих пор. На ваш взгляд, почему?

— Для начала обратим внимание на доминирование в экономике государственного сектора.

Значительную долю ВВП и бюджета формируют госкомпании. Корпоративных эмитентов, способных выйти на фондовый рынок, практически нет. Малый и средний бизнес — слишком мелкий по объему. Госкомпании вносят основной вклад в капитализацию фондового рынка. Поэтому хотим мы этого или нет, но госкомпании должны выходить на фондовый рынок.



Создав пенсионную систему, но не обеспечив ее активами, мы пришли к тому, что пенсионные фонды сметают с рынка все, что есть. И вторичной торговли, которая характеризует развитость фондового рынка, никогда не будет. Создав одну систему — пенсионную, мы не запустили другую систему, в которой госкомпания должны поделиться активами с населением и дать новый импульс для формирования так нужного класса розничных инвесторов и развития положительной ситуации с ликвидностью рынка. Программа «народного IPO» как раз должна завершить начатое — вывести госкомпанию на рынок. В этом случае будет создан механизм генерации ликвидной торговли, на которую придут другие эмитенты и инвесторы. У населения появится желание покупать акции.

С моей точки зрения, абсолютно неуместно смотреть на выпуски акций и облигаций госкомпаний за границей из-за того, что в них не участвовали граждане и квалифицированные инвесторы из Казахстана.

— Разные чиновники по-разному видят стратегию «народного IPO». Одни предлагают продавать акции только населению, другие — НПФ. Как сделать размещение «правильным»?

— Я считаю, что модель должна быть смешанной. Объясню почему. На данный момент никто из брокеров физически не готов обслуживать большую массу населения, поскольку не заточен на работу с розницей. Сколько человек в день может принять брокер? С учетом, что на каждого «физика» уходит полчаса, максимум пару сотен. На IPO же планируется привлечь тысячи человек. Сегмент, который требуется обслужить, — огромный. К примеру, пять процентов акций «КазТрансОйл» составят порядка сорочка миллиардов тенге. Поэтому идеальный вариант IPO — смешанный: размещение как через частных лиц, так и через институциональных инвесторов.

— Нужно ли на «народные IPO» привлекать иностранцев?

— Думаю, что это хороший вариант. Наш первый шаг должен заключаться в ликвидации дефицита активов. Это удовлетворит потребность рынка в инструментах и привлечет частных лиц. Следующий этап — приглашение иностранцев. Это неизбежно, если мы хотим интегрироваться в мировой рынок и развить глубину своего рынка.

Иностранцы увеличат активность торгов. Институциональные инвесторы ориентированы на долгосрочную стратегию инвестирования — купить и держать. Это не те игроки, которые оживленно торгуют на рынке. Иностранцы же спекулятивные инвесторы. Но их привлекают реальные и понятные активы — нефть, газ, сырье.

состоит в том, чтобы: первое — делать размещение поэтапно, второе — акции продавать только частным инвесторам — физическим лицам. Пенсионным фондам не следует давать возможность покупать акции на первичном рынке, они будут подхватывать бумаги, которые станут продавать население. Ведь ключевая проблема при проведении «народного IPO» — как раз поддержка цены. По мнению вице-президента КФБ Андрея Цалюка, если предложить большой объем размещения и дать пенсионным фондам в нем участвовать, то встречать предложение снизу будет некому. «При росте цены акций большинство людей начнут их продавать. И кто встретит это предложение снизу? Большой вопрос! Потому что у пенсионных фондов уже к этому моменту будут забиты лимиты. Придут ли иностранные инвесторы? Может, какие-то придут, но может быть, мы не будем столь привлекательными», — отметил г-н Цалюк.

С другой стороны, программа IPO — не панацея. Сейчас ситуация такова. Инвесторов нет, так как нет бумажной ликвидности. Эмитентов нет, так как мало денежной

массы. ПИФЫ, страховые компании и население — мелкие инвесторы. НПФ и банки ограничены в рисках. С чего же начать?

Представители КФБ считают, что начинать надо все-таки с товара. И требование к резидентам или компаниям, большая доля активов которых расположена в Казахстане, при выходе на рынок акций разместить 20% бумаг на локальном рынке будет работать на развитие казахстанского рынка.

Другое протекционистское решение, по мнению ряда экспертов, заключается в том, чтобы наиболее интересные казахстанские бумаги торговались исключительно в Казахстане и иностранные инвесторы шли бы за ними не в Лондон, а в Алматы. Сегодня же на Лондонской фондовой бирже (LSE) торгуются акции 41 казахстанской компании.

Один представитель инвестбанка с мировым именем, давно работающий в Казахстане, даже предложил выкупить на LSE и вернуть на КФБ акции казахстанских «голубых фишек» — ENRC и «Казакмыса». «В первые пять лет цена на них, конечно же, упадет, зато потом все мировые инвесторы будут наши», — хитро щурясь, сообщил инвестбанкир.

— Хорошо, продолжим тему: «народное IPO» нагнало на рынок опраделенную ликвидность. Что дальше? На одном IPO госкомпаний рынок не построим».

— Ну почему же. Посмотрите на список «голубых фишек» на российском рынке — те же госкомпании. Они делают семьдесят процентов объема рынка. Затем к ним подтянутся второй и третий эшелон: у компаний с меньшей кредитоспособностью начнет просыпаться интерес к фондовому рынку. Все, таким образом механизм торгов запущен.

Задача нашего «народного IPO» в том, чтобы сделать механизм размещения работающим.

Сегодня реальность такова, что ликвидность у институциональных инвесторов набирается быстрее, чем появляются новые инструменты «бумаги». Нужно сделать так, чтобы период между IPO был как можно меньше, чтобы не дать ликвидности скопиться. Компании должны выходить с периодичностью в один-три месяца, а не раз в полгода. Иначе программа будет бессмысленной.

Еще один момент важен при проведении IPO. Всегда существует вероятность того, что стоимость акций после их размещения может упасть. Это чревато социальными последствиями. Такие риски надо населению объяснять. А у нас до сих пор нет программы социального образования. Нет делового канала, который бы давал новости о фондовом рынке, чтобы зрители впитывали информацию о ценных бумагах, учились работать на рынке, что покупать, а что нет. На мой взгляд, надо выделить из бюджета соответствующее финансирование.

— Почему эти не могут заняться брокеры и биржа?

— Потому что очень дорого. Как член биржевого совета Казахстанской фондовой биржи могу сказать, что ежегодная прибыль биржи — два миллиона долларов. Это «копейки». А для запуска подобной программы нужны субсидии в пятнадцать-двадцать миллионов. Вообще, в стране должна быть долгосрочная и масштабная образовательная программа, в частности, в школах и вузах следует ввести обязательный факультатив по инвестициям. Брокерам этот вопрос также не решить: они слабокапитализированы и не имеют достаточных ресурсов.

За несколько лет деятельности АРД РФЦА создало базу. Должно быть политическое решение идти дальше. Смысл всех начинаний в том, чтобы рассматривать фондовый рынок как некий стартап. Это требует средств. Должна быть государственная заинтересованность в развитии рынка.

Но это административные меры. «Нужно создать условия, чтобы иностранные компании хотели приходить в Казахстан. Заставить их приходить законодательно — легкий, но не эффективный способ. Всегда можно найти «лазейку», например, открыть холдинговую компанию на Кипре и котировать акции холдинга на западных биржах, — высказывает свою точку зрения управляющий директор ФНБ «Самрук-Казына» Питер Хауз. — Первый вопрос, кто должен будет заниматься привлечением эмитентов? Рынок должен делать все, чтобы быть привлекательным. Пока мы отстаем».

Для повышения привлекательности рынка эксперты предлагают дать льготы частникам-эмитентам по выходу на рынок. Но будет ли продуктивной данная мера? На сегодняшний день на КФБ и так предусмотрены налоговые льготы для IPO и для торговых транзакций. Пока что ни одна из компаний не воспользовалась льготами для IPO. А большинство листинговых компаний и так уже находятся там только из-за налоговой оптимизации. В итоге многие сделки фиктивные и реальной лик-

видности нет. Стоит ли вновь продвигать неработающий инструмент?

«Если компания хочет разместиться на какой-либо площадке, она это делает, невзирая на наличие или отсутствие льгот, — считает Андрей Цалюк. — Мы должны стать привлекательными, но есть традиции, которые надо переломить с помощью государства, по-другому не получится. И программа развития рынка должна быть с большей долей участия государства».

Казахстан мог бы стать частью большого фондового рынка в рамках Евразийского экономического союза и за счет общей емкости привлечь инвесторов. «Поскольку вопрос с ограниченным количеством эмитентов мы пока что не можем решить сами, существует необходимость объединения финансовых ресурсов и создания единого регионального фондового рынка, который бы конкурировал с Европой и динамичной Азией. Программа «народного IPO», запуск которой предполагается в 2012 году, здесь была бы очень кстати. Для России, я думаю, единый фондовый рынок также представлял бы интерес, как, впрочем, и для остальных стран-участниц. Создание единой валюты по инициативе

Главные инвесторы — консервативные покупатели в лице банков и НПФ



президента Казахстана — ключевой вопрос, решение которого будет способствовать развитию единого динамично развивающегося рынка, — комментирует управляющий директор компании ORKEN Invest Дамир Сейсебаев. — Если такая задача будет поставлена сверху, это будет способствовать созданию реальных условий для иностранных инвесторов, таких как адаптация законодательства,

Основная доля рынка приходится на сделки с валютой и репо



развитие внутренней базы инвесторов, рост уровня корпоративного управления и иные вопросы. В случае создания единого рынка казахстанские эмитенты могли бы произвести делистинг на LSE и иных биржах и разместиться на новой созданной региональной площадке, что подстегнуло бы интерес международного инвестиционного сообщества к региональному рынку».

На фондовом рынке следует взять паузу

Рынок ценных бумаг не может существовать без постоянного притока новых эмитентов, для появления которых нужно сделать упор на прямые инвестиции, считает независимый эксперт **Азамат Джолдасбеков**.

— **На ваш взгляд, какова должна быть стратегия развития рынка ценных бумаг? Сможет ли программа «народного IPO» решить эту задачу?**

— Я не ожидаю от программы «народного IPO» качественного влияния на жизнеспособность фондового рынка, больше рассматривая ее как временную меру, в которой развитие национального рынка ценных бумаг является задачей максимум номер три. Главная задача данной программы — формирование механизмов допуска населения к национальному богатству страны. Вторая — предложение государством новых инструментов инвестирования для физических лиц и накопительных пенсионных фондов. Благодаря программе «народного IPO» фондовый рынок Казахстана какое-то время останется жить, но вопрос в том, насколько долго и в каком качестве, поскольку на системном уровне не решена принципиальная проблема — недостаток инвесторов с одной стороны и дефицит качественных ценных бумаг с другой. Данная программа эту проблему, к сожалению, не решает либо решает только в минимальной степени.

— **Считается, что эта программа как раз привлечет на рынок эмитентов и инвесторов...**

— Давайте рассуждать здраво. Допустим, у вас есть деньги и вы готовы купить акции национальных компаний. Вы их покупаете в рамках названной программы. От этого фондовый рынок развился? Нет, так как он был использован лишь в разовом порядке. Рынок ценных бумаг будет развиваться при условии, что множество инвесторов станет торговать непрерывно, не только покупать, но и продавать, обеспечивая постоянную загрузку рыночной инфраструктуры. Хорошие же бумаги, реализованные государством в ходе программы «народного IPO», можно будет отложить «на пенсию», но в массовом обороте они, скорее всего, циркулировать не будут.

— **По идее, создастся некая бумажная ликвидность...**

— Программа «народного IPO» может дать толчок к торговой активности, но не факт, что он произойдет. Требуется накопление критической ликвидности фондового рынка. Данная же программа — первая ступень, на которой в этот рынок вливается определенный объем свежих инструментов, благодаря которому, может быть, возникнет рыночная ликвидность, а может быть, и нет.

— **Что надо сделать, чтобы она возникла?**

— Я все-таки склоняюсь к тому, что сегодня нужно на время взять паузу в развитии фондового рынка и в этом промежутке заняться реальной экономикой — подрачиванием новых эмитентов. А для этого сосредоточиться на прямых инвестициях. Доступные для инвестирования деньги должны идти на формирование новых субъектов среднего предпринимательства. Почему среднего? Крупным компаниям рынок ценных бумаг как источник капитала вообще-то не нужен, а мелкие на этот рынок нельзя пускать в принципе, чтобы не подвергать портфельных инвесторов, тем более непрофессиональных и индивидуальных, неконтролируемому ими риску. Так что фондовый рынок — удел эмитентов среднего бизнеса, прежде всего из сферы новой экономики.

— **Как сформировать средние компании? Покупать мелкую компанию и делать из нее более крупную?**

— Покупать, но не целиком, а вливая деньги в капитал компании в качестве ее совладельца. Так поступают венчурные фонды, фонды прямых инвестиций и бизнес-ангелы, вкладывающие деньги в те фирмы со здоровыми руководителями и бизнес-идеями, которым не хватает средств на реализа-



ЭКОНОМИКА КАЗАХСТАНА № 45 14 ФЕВРАЛЯ 2011

цию этих идей. Деньги вливаются в капитал с тем расчетом, что в течение нескольких лет компания «раскрутится», выйдет на определенный уровень и инвестор выйдет из проекта, продав свою долю в капитале с прибылью. На выходе мы получаем компанию большего размера, пригодную уже для портфельных инвестиций, в том числе непрофессиональных. И при этом компания получает готовую начальную оценку, так как инвестор, выходя из нее, тем самым фиксирует стоимость компании.

— В данный момент наиболее «рабочие» фонды — с госучастием. Частные фонды слабо капитализированы и не всегда обладают нужными компетенциями, ведь квалифицированному персоналу надо хорошо платить. Как при таком раскладе создать ликвидность новых компаний?

— Это вопрос к бизнесменам.

— Хорошо, должна ли быть, на ваш взгляд, некая госпрограмма, которая бы стимулировала частный бизнес создавать такие фонды?

— Может быть. Если государство сочтет необходимым разработку такой программы, то в нее прежде всего надо включать налоговые стимулы прямого инвестирования, предусматривающие бесплатный выход из «подорожных» компаний по истечении определенного времени. Кроме того, налоговый режим должен исходить из той особенности, что не все вложения одного прямого инвестора в разные компании могут окупиться, то есть надо предусматривать налогообложение итогового результата инвестирования, а не каждого результата по отдельности.

— Средний бизнес — это второй эшелон. Значит, именно он должен стать основой фондового рынка?

— Во всем мире так и происходит. Специфичное присутствие не нуждающихся в дополнительном капитале крупных американских корпораций на фондовом рынке во многом объясняется тем, что в США система оценки и поощрения топ-менеджеров построена на рыночной цене акций возглавляемых ими компаний. У нас же, да и в большинстве других стран, качество менеджмента оценивается по другим критериям, а сам рынок ценных бумаг используется для решения трех основных задач, которые выступают в качестве базовых функций фондового рынка, — привлечение капитала, перераспределение капитала и уж потом спекуляция. Казахстанский рынок ценных бумаг находился в фазе своего использования как механизма привлечения капитала посредством выпуска облигаций, когда случился кризис и пошел откат назад. Значит, надо снова восстанавливать выполнение первой базовой функции фондового рынка — привлечения капитала. Перераспределять же пока нечего.

Ресурсы рынка

Другая точка зрения заключается в том, чтобы создать ликвидность за счет рыночных мер, выпустив на рынок бумаги компаний так называемого «второго эшелона». Как правило, «второй эшелон» не связан с сырьевым сектором и поэтому слабо реагирует на мировую конъюнктуру, там ниже валютные риски. И в моменты турбулентности мирового рынка подставляет «плечо» наиболее уязвимым категориям инвесторов — физическим лицам, паевым фондам и страховым компаниям.

Сегодня «второй эшелон» пребывает в зачаточном состоянии. Высокие риски средних эмитентов законодательно не позволяют квалифицированным инвесторам покупать их бумаги. Для населения же не существует инфраструктуры в лице местных рейтинговых агентств, аналитиков и консультантов, которые бы взяли на себя труд объяснять инвесторам риски, хотя именно средние компании, в силу своей рисковости, обладают потенциалом роста,

а в силу объема бизнеса — доступны в цене. Также не развит массовый интернет-трейдинг. Если каждый пятый в стране гражданин будет иметь счет и доступ к бирже, у нас будет и второй, и третий эшелон. Инфраструктура появится лишь тогда, когда профессиональные участники рынка увидят устойчивый спрос, но его пока нет, так как никто спрос не создает. Возникает замкнутый круг.

Понятное дело, что брокерские компании деньги считают. И заставить работать их на перспективу, может, и нужно, все-таки это их бизнес, но получается как-то не рыночно.

Выход в том, чтобы дать инвесторам возможность принимать эти риски самим. За последние четыре года благодаря усилиям регулятора был выстроен институт риск-менеджмента.

Кризис протестировал риск-менеджмент компаний, особенно в части кредитного риска — дефолтов облигаций. Инвесторы на практике поняли, что такое рейтинговые оценки, разницу между техническим

— А как быть с рисками?

— Кризис очень полезная вещь в плане выявления слабых мест рынка. До кризиса он рос «безнаказанно», в расчете на вечность восходящего тренда, а сейчас участники фондового рынка получили хороший урок здравого смысла. Кризис позволил сделать вывод о том, что при восстановлении рынка надо исходить в первую очередь из соображений разумности. В этих целях регулятор может прямо отразить в нормативной базе некие принципы, также ориентированные на здравый смысл, допустим, это и это принципиально разрешаем, а вот это принципиально нет.

— Регулятор, наоборот, ужесточает требования к участникам...

— В последние годы регулятор излишне увлекся жесткой формализацией требований. Как следствие этого тупикового направления, на рынок пришли мошенники, выстраивающие свои схемы на внешнем соблюдении буквы закона при поправлении его духа. Изначально была упущена возможность внедрения в государственное регулирование морально-нравственных фильтров от нечистоплотных людей. Взамен регулятор был вынужден городить громадный забор жестких ограничений. Надо вернуться к адекватным подходам, учитывающим несостоятельность идеи о том, что нормы законодательства могут буквально описать все потенциальные ситуации. Рынку нужны не заборы, а заборчики, через которые не могли бы переступить мошенники. Те же, кто по своим этическим параметрам имеет право зайти на рынок, должны делать это свободно.

Включение в казахстанское регулирование указанных фильтров сейчас сопряжено с конфликтом с континентальной системой прав, основанной на прямом изложении в законодательстве всех возможных аспектов норм поведения. А здравый смысл жестко изложить не получается, поскольку он описывается принципами. Это уже ближе к англосаксонской правовой системе. Возникает проблема — как описать принцип в законодательстве, которое не описывает принципы.

— И каков вывод?

— Надо внедрять в казахстанское финансовое законодательство элементы англосаксонской правовой системы, особенно право на профессиональное суждение. Регулятору объективно не хватает такого права. Он должен иметь возможность говорить своими актами о том, кого именно он не хочет видеть на рынке, вне зависимости от наличия и степени соблюдения формальных требований. А сейчас регулятору приходится использовать в качестве барьеров количественные критерии, которые мошенники при желании могут обойти, пользуясь неполнотой и несовершенством законодательных текстов.

дефолтом и дефолтом вообще. Компании пришли к мнению, что заниматься рисками объективно необходимо. И сейчас рынок более подготовлен к принятию рисков, чем в 2006—2007 годах, на пике роста.

Пикантность ситуации в том, что, внедрив риск-менеджмент, регулятор одновременно закрыл доступ к наиболее рисковому активу инвестирования — производным и структурным продуктам. В итоге систему рисков выстроили, а принимать нечего. Спрашивается, зачем тогда строили?

Что касается розничных инвесторов, им следует объяснять, что, покупая ценные бумаги, они уже рискуют, ведь суть фондового рынка в том, что за счет величины риска идут заработки. К сожалению, нынешнее желание привлечь население на рынок путем длительной продажи сравнительно надежных акций госкомпаний чревато тем, что граждане отвыкнут от мысли, что за доходность, т.е. риск, надо платить. Либо идти в госбумаги и банковские депозиты. Но тогда придется проститься с идеей собственного фондового рынка.