

# РЫНКИ КАПИТАЛА

В КАЗАХСТАНЕ, УЗБЕКИСТАНЕ,  
КЫРГЫЗСТАНЕ И АЗЕРБАЙДЖАНЕ:  
ПЕРСПЕКТИВЫ И ТРЕНДЫ

РЫНКИ КАПИТАЛА В  
КАЗАХСТАНЕ, УЗБЕКИСТАНЕ,  
КЫРГЫЗСТАНЕ И  
АЗЕРБАЙДЖАНЕ: ПЕРСПЕКТИВЫ  
И ТРЕНДЫ



Казахстан, Астана, Мангилик Ел, здание 55/18 С3.3

Сайт: [www.aifc.kz](http://www.aifc.kz)

По вопросам регистрации и лицензирования: [client@aifc.kz](mailto:client@aifc.kz)

По вопросам аналитики и публикаций: [industry.analysis@aifc.kz](mailto:industry.analysis@aifc.kz)

# ПРЕДИСЛОВИЕ ОТ УПРАВЛЯЮЩЕГО МЕЖДУНАРОДНЫМ ФИНАНСОВЫМ ЦЕНТРОМ «АСТАНА»



В Центральной Азии и на Кавказе рынки капитала вступают в новый этап развития. Структурные реформы, растущая макроэкономическая устойчивость и углубление интеграции с глобальной финансовой системой меняют подходы к распределению, мобилизации и инвестированию капитала в регионе. По мере диверсификации экономик и укрепления их финансовых секторов эффективно функционирующие рынки капитала становятся все более важным драйвером устойчивого роста, развития частного сектора и долгосрочных инвестиций.

## Уважаемые коллеги,

Рад представить вашему вниманию аналитический отчет «Рынки капитала в Казахстане, Узбекистане, Кыргызстане и Азербайджане: перспективы и тренды», подготовленный Международным финансовым центром «Астана» (МФЦА).

В Центральной Азии и на Кавказе рынки капитала вступают в новый этап развития. Структурные реформы, растущая макроэкономическая устойчивость и углубление интеграции с глобальной финансовой системой меняют подходы к распределению, мобилизации и инвестированию капитала в регионе. По мере диверсификации экономик и укрепления их финансовых секторов эффективно функционирующие рынки капитала становятся все более важным драйвером устойчивого роста, развития частного сектора и долгосрочных инвестиций.

Настоящий отчет содержит сравнительный обзор рынков капитала Казахстана, Узбекистана, Кыргызстана и Азербайджана.

В нем анализируются ключевые рыночные сегменты, институциональная архитектура, регуляторные изменения и инвестиционные тенденции, а также выделяются как общие вызовы, так и особенности развития каждой страны. Опираясь на данные, а также региональные и международные сопоставления, отчет предлагает структурированный анализ текущей динамики этих рынков и возможных направлений их дальнейшего развития.

В МФЦА мы рассматриваем региональное сотрудничество, прозрачность и доверие инвесторов как фундаментальные основы развития рынков капитала. Обеспечивая предсказуемую правовую среду, основанную на принципах английского общего права, надежные регуляторные стандарты и открытую финансовую экосистему, МФЦА стремится поддерживать не только развитие рынка капитала Казахстана, но и более широкую региональную связанность и трансграничные инвестиционные

потоки. Укрепление связей между рынками и гармонизация практик с международными стандартами способны открыть новые возможности для эмитентов, инвесторов и финансовых институтов.

Настоящий отчет предназначен для широкой аудитории, включая инвесторов, финансовые институты, регуляторов, отраслевых экспертов и участников рынка, стремящихся лучше понять факторы, формирующие рынки капитала в Центральной Азии и на Кавказе. Выделяя ключевые тенденции, возможности и ограничения, отчет призван способствовать принятию обоснованных решений и дальнейшему развитию устойчивых и конкурентоспособных финансовых рынков региона.

С уважением,

**Ренат Бектуров**  
Управляющий МФЦА

# АББРЕВИАТУРЫ



## МФЦА

Международный финансовый центр «Астана»

## AIX

Astana International Exchange, биржа в г. Астане

## AIX CSD

Центральный депозитарий ценных бумаг Астанинской международной биржи

## АФСА

Орган по регулированию финансовых услуг МФЦА

## АРРФР

Агентство по регулированию и развитию финансового рынка Республики Казахстан

## млрд.

миллиард

## BEPS

размывание налоговой базы и вывод прибыли из-под налогообложения

## БФБ

Бакинская фондовая биржа

## СВИ

Инициатива по климатическим облигациям

## ЦКА

Центральный контрагент

## СНГ

Содружество Независимых Государств

## CNY

Китайский юань

## ИПЦ

Индекс потребительских цен

## ЦД

Центральный депозитарий

## ЕБР

Евразийский банк развития

## ЕНПФ

Единый накопительный пенсионный фонд

## ESG

экологическое, социальное и корпоративное управление

## ETF

биржевой инвестиционный фонд

## EUR

евро

## ПИИ

прямые иностранные инвестиции

## FTSE

индекс Financial Times Stock Exchange (FTSE Russell)

## ВВП

валовой внутренний продукт

## ССАГПЗ

Совет сотрудничества арабских государств Персидского залива

## HOSE

Хошиминская фондовая биржа

## HNX

Ханойская фондовая биржа

## ICMA

Международная ассоциация рынков капитала

## МЦКД

Международный центральный депозитарий ценных бумаг

## МФИ

международные финансовые институты

## МВФ

Международный валютный фонд

## IPO

первичное публичное размещение акций

## KASE

Казахстанская фондовая биржа

## ЦДЦБ

Центральный депозитарий ценных бумаг Казахстана

## LSEG

Группа Лондонской фондовой биржи

## МЕКАМ

среднесрочные государственные облигации Республики Казахстан

## МЕККАМ

краткосрочные государственные ценные бумаги Республики Казахстан

## МЕУКАМ

долгосрочные государственные облигации Республики Казахстан

## млн

миллион

## МФ

Министерство финансов

## МФО

микрофинансовая организация

## НБК

Национальный банк Казахстана

## НДЦ

Национальный депозитарный центр (Азербайджан)

## НФРК

Национальный фонд Республики Казахстан

## NPF

без предварительного финансирования

## ОЭСР

Организация экономического сотрудничества и развития

## PE

прямые инвестиции (частный капитал)

## Репо

сделка РЕПО (соглашение об обратном выкупе)

## RNAM

признанный член, не являющийся участником МФЦА

## RNAMI

признанный рыночный институт, не являющийся участником МФЦА

## ЦУР

Цели устойчивого развития

## ГП

государственное предприятие

## SPO

вторичное публичное размещение акций

## T+0 / T+2

цикл расчётов (в день сделки / через два рабочих дня)

## тыс.

тысяча

## ОАЭ

Объединённые Арабские Эмираты

## WFE

Всемирная федерация бирж

## WSE / GPW

Варшавская фондовая биржа

# СОДЕРЖАНИЕ



## 4 ПРЕДИСЛОВИЕ

## 12 1. КРАТКИЙ ОБЗОР

## 14 2. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ ОБЗОР КАЗАХСТАНА

- 16 2.1 ВВП Казахстана
- 20 2.2 Прямые иностранные инвестиции (ПИИ) в Казахстан
- 22 2.3 Денежно-кредитная политика Казахстана
- 24 2.4 Суверенные кредитные рейтинги
- 26 2.5 Государственные фонды Казахстана: НФРК и ЕНПФ

## 30 3. ОБЗОР РЫНКОВ КАПИТАЛА КАЗАХСТАНА

### 32 3.1 Существующая структура: AIX и KASE (AFSA и APPFR)

- 32 3.1.1 Две правовые системы: национальное регулирование и общее право МФЦА
- 36 3.1.2 Ключевые индикаторы рынка акций

### 40 3.2 Акции

- 40 3.2.1 Первичное публичное размещение акций (IPO)
- 42 3.2.2 Динамика рынка акций и корпоративное управление

### 46 3.3 ДОЛГОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ: КОРПОРАТИВНЫЕ И СУВЕРЕННЫЕ

- 48 3.3.1 Рынок корпоративных облигаций
- 49 3.3.2 Рынок государственных ценных бумаг
- 50 3.3.3 Рынок зеленых и ESG-облигаций

### 66 3.4 Денежный рынок

### 68 3.5 Розничные инвесторы

## 70 4. РЕГИОНАЛЬНЫЙ ОБЗОР: УЗБЕКИСТАН, КЫРГЫЗСТАН, АЗЕРБАЙДЖАН

### 72 4.1 Узбекистан

- 76 4.1.1 Макроэкономический обзор
- 78 4.1.2 Структура и инфраструктура рынка капитала
- 80 4.1.3 Обзор рынка акций
- 82 4.1.4 Обзор долгового рынка
- 84 4.1.5 Ограничения рынка и траектория развития

### 86 4.2 Кыргызстан

- 88 4.2.1 Исторический и макроэкономический контекст
- 90 4.2.2 Структура и инфраструктура рынка капитала
- 94 4.2.3 Обзор рынка акций

- 96 4.2.4 Обзор рынка долговых инструментов
- 98 4.2.5 Ограничения рынка и траектория развития

## 100 4.3 Азербайджан

- 102 4.3.1 Макроэкономический обзор
- 104 4.3.2 Структура и инфраструктура рынка капитала
- 109 4.3.3 Обзор рынка акций
- 110 4.3.4 Обзор долгового рынка
- 112 4.3.5 Ограничения рынка и траектория развития

## 114 5. СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ: ВЬЕТНАМ, ОАЭ И ПОЛЬША

### 116 5.1 Классификация стран по версии FTSE Russell

### 118 5.2 Вьетнам

- 120 5.2.1 Краткая история и развитие
- 122 5.2.2 Обзор рынка акций
- 123 5.2.3 Обзор долгового рынка
- 124 5.2.4 Классификация рынков FTSE: переход от пограничного рынка к вторичному развивающемуся и его последствия для Казахстана

### 126 5.3 ОАЭ

- 128 5.3.1 Макроэкономический обзор
- 129 5.3.2 Классификация рынка и международное позиционирование
- 130 5.3.3 Обзор рынка акций
- 132 5.3.4 Обзор долгового рынка
- 134 5.3.5 Кейс: Роль венчурного капитала в развитии рынка капитала Абу-Даби и выводы для Казахстана

### 140 5.4 Польша

- 142 5.4.1 Макроэкономический обзор
- 144 5.4.2 Обзор рынка акций
- 148 5.4.3 Обзор долгового рынка
- 150 5.4.4 Case Study

## 152 6. МФЦА

### 154 6.1 Кейс: Практический пример: Solidcore и интеграция AIX в глобальные цепочки кастодиального обслуживания

- 158 6.2 Развитие рынков капитала, соответствующих принципам Шариата в Казахстане
- 160 6.3 Соответствие стандартам BEPS
- 161 6.4 Интеграция с Tabadul
- 162 6.5 Признанный статус вне МФЦА (RNAM/RNAMI)

## АВТОРЫ

## ДИСКЛЕЙМЕР

**Аян  
Тулешев**Директор, Департамент  
анализа Индустрии**Аружан  
Кененбаева**Менеджер, Департамент  
анализа Индустрии**Улан  
Кайырбай**Старший Менеджер,  
Департамент анализа  
Индустрии**Диана  
Асаубаева**Старший Менеджер,  
Департамент анализа  
Индустрии

Настоящий отчет «Рынки Капитала в Казахстане, Узбекистане, Кыргызстане и Азербайджане: Перспективы и Тренды» («Отчет») подготовлен исключительно в информационных и аналитических целях. Он не является юридическим, финансовым, инвестиционным, регуляторным, налоговым или профессиональным советом, равно как и не должен рассматриваться в качестве рекомендации или предложения покупать, продавать или удерживать какие-либо финансовые инструменты либо следовать какой-либо инвестиционной стратегии.

Информация, содержащаяся в настоящем Отчете, предоставляется на условиях «как есть». Несмотря на то, что Отчет основан на источниках, считающихся надежными на момент публикации, мы не даем никаких заверений или гарантий, явных или подразумеваемых, относительно точности, полноты, своевременности или надежности информации, аналитических материалов или выводов, содержащихся в нем.

Настоящий Отчет предназначен исключительно для общих информационных целей и не является исчерпывающим анализом. Он не должен

рассматриваться в качестве единственного источника для принятия решений. Читателям рекомендуется провести собственный независимый анализ и обратиться за профессиональной консультацией с учетом своих конкретных обстоятельств.

Содержание настоящего Отчета может включать мнения, оценки, прогнозы и прогнозные заявления, которые по своей сути являются неопределенными и могут быть изменены без предварительного уведомления. Фактические результаты могут существенно отличаться от выраженных или подразумеваемых в таких заявлениях. Использование Вами информации, содержащейся в настоящем Отчете, осуществляется исключительно на Ваш собственный риск. Мы не принимаем на себя ответственность за любые убытки или ущерб, возникшие в результате использования настоящего Отчета или его содержания.

Настоящий Отчет может содержать ссылки на данные, публикации или материалы из сторонних источников в информационных целях или для контекста. Такие ссылки не означают одобрения, и мы не несем ответственности

за точность, законность или содержание любых сторонних материалов или веб-сайтов.

Ничто в настоящем Отчете не должно трактоваться как установление договорных, фидуциарных или консультационных отношений между читателем и авторами, соавторами или аффилированными учреждениями. Мы не принимаем на себя ответственность за любые действия, предпринятые или решения, принятые на основе информации, представленной в настоящем Отчете.

В максимальной степени, допускаемой применимым законодательством, мы не несем ответственности за любые прямые, косвенные, случайные, особые, последующие или штрафные убытки, возникшие в связи с использованием или невозможностью использования настоящего Отчета.

В случае возникновения расхождений между английской версией настоящего Отчета и любыми переводами на другие языки, английская версия имеет преимущественную силу. Мы оставляем за собой право вносить изменения, обновлять или пересматривать настоящий Отчет в любое время без предварительного уведомления.

# КРАТКИЙ ОБЗОР

1

Рынки капитала в Казахстане, Узбекистане, Кыргызстане и Азербайджане развиваются в рамках последовательной институциональной трансформации, отражая национальные приоритеты и особенности каждого рынка. Укрепление макроэкономической устойчивости, развитие регуляторной среды и модернизация рыночной инфраструктуры создают основу для дальнейшего роста: фокус постепенно переходит от формирования базовых институтов к углублению ликвидности, расширению инструментов и повышению функциональности отдельных сегментов рынка.

## КАЗАХСТАН ОБЛАДАЕТ НАИБОЛЕЕ РАЗВИТЫМИ РЫНКАМИ КАПИТАЛА

Казахстан обладает более сформированной архитектурой рынков капитала среди рассматриваемых стран, чему способствуют инвестиционный суверенный кредитный рейтинг, значительные объемы внутренних сбережений и сравнительно развитая рыночная инфраструктура. Уникальное институциональное преимущество составляет сосуществование биржи, работающей в рамках гражданско-правовой системы Казахстана (KASE), и биржи, функционирующей по принципам английского общего права в рамках Международного Финансового Центра Астана (МФЦА). В то время как KASE обеспечивает ликвидность в национальной валюте и формирование эталонных ставок, AIX облегчает трансграничные выпуски, подключение к международным кастодиальным системам, выпуск исламских ценных бумаг и доступ для глобальных институциональных инвесторов.

Другие региональные рынки находятся на более ранних стадиях развития, со своими стратегическими приоритетами. Узбекистан проходит через скоординированные государством реформы, долговой рынок лидирует по активности. Кыргызстан сосредоточен на укреплении своей рыночной архитектуры и технической инфраструктуры. Азербайджан

принял стратегию поэтапного, структурированного развития и активно реализует её для расширения участия на рынке и подготовки эмитентов.

Международный опыт указывает, что не только объём рынка сам по себе, но и качество институтов, операционная доступность и последовательность регулирования оказывают влияние на зрелость рынка капитала и классификацию в глобальных индексах. В этом отношении траектории развития Вьетнама, ОАЭ (г. Абу-Даби) и Польши предоставляют релевантные ориентиры. Они демонстрируют, как поэтапные реформы и устойчивое соответствие международным стандартам могут увеличить поток инвестиций и укрепить доверие инвесторов.

В целом, рынки капитала региона продолжают развиваться, постепенно усиливая свою роль в мобилизации долгосрочного финансирования. Дальнейший прогресс будет зависеть от углубления ликвидности, расширения базы эмитентов и инвесторов, а также сближения рыночных практик с международными стандартами.

# МАКРО- ЭКОНОМИЧЕСКИЙ ОБЗОР КАЗАХСТАНА

2

Макроэкономическая среда Казахстана создаёт в целом благоприятную основу для развития рынков капитала. Номинальный ВВП достиг 291,2 млрд долларов США в 2024 году при целевом показателе правительства в 450 млрд долларов США к 2029 году, инвестиционных кредитных рейтингах от всех трёх ведущих агентств и совокупных государственных сбережениях под управлением на уровне свыше 110 млрд долларов США. Вместе с тем ужесточение денежно-кредитной политики — повышение базовой ставки до 18% в октябре 2025 года — в сочетании с ослаблением тенге и снижением притока ПИИ создают краткосрочные препятствия, с которыми рынкам капитала предстоит справиться.

## КЛЮЧЕВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ



**291,2**  
млрд долл. США

Номинальный ВВП в 2024 году, при целевом показателе правительства в 450 млрд долл. США к 2029 году

**63,6 млрд долл. США**

Активы суверенного фонда НФРК по состоянию на ноябрь 2025 года

**18%**

Базовая ставка НБК по состоянию на октябрь 2025 года — повышена в целях сдерживания возобновившейся инфляции

**12.4%**

Годовой показатель ИПЦ по состоянию на ноябрь 2025 года

**46,7 млрд долл. США**

Активы пенсионного фонда ЕНПФ по состоянию на конец октября 2025 года

**Инвестиционный уровень**

Суверенные кредитные рейтинги от всех трёх ведущих агентств: S&P BBB-, Moody's Baa1, Fitch BBB

**17,8 млрд долл. США**

Валовой приток ПИИ в 2024 году, снижение с 23,9 млрд долл. США в 2023 году

2. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ ОБЗОР КАЗАХСТАНА

# ВВП КАЗАХСТАНА

Рисунок 1.

## Номинальный ВВП Казахстана, млрд. долл. США

Казахстан, крупнейшая экономика Центральной Азии, демонстрирует уверенный рост на протяжении последних десяти лет. В 2024 году объем номинального ВВП достиг 291,2 млрд. долларов США. Правительство страны поставило цель увеличить этот показатель до 450 млрд. долларов США к 2029 году. Согласно прогнозам Международного валютного фонда (МВФ) за 2025 год, к 2030 году ВВП Казахстана может составить около 429,5 млрд. долларов США.

Источник: Бюро национальной статистики, прогноз МВФ, 2025

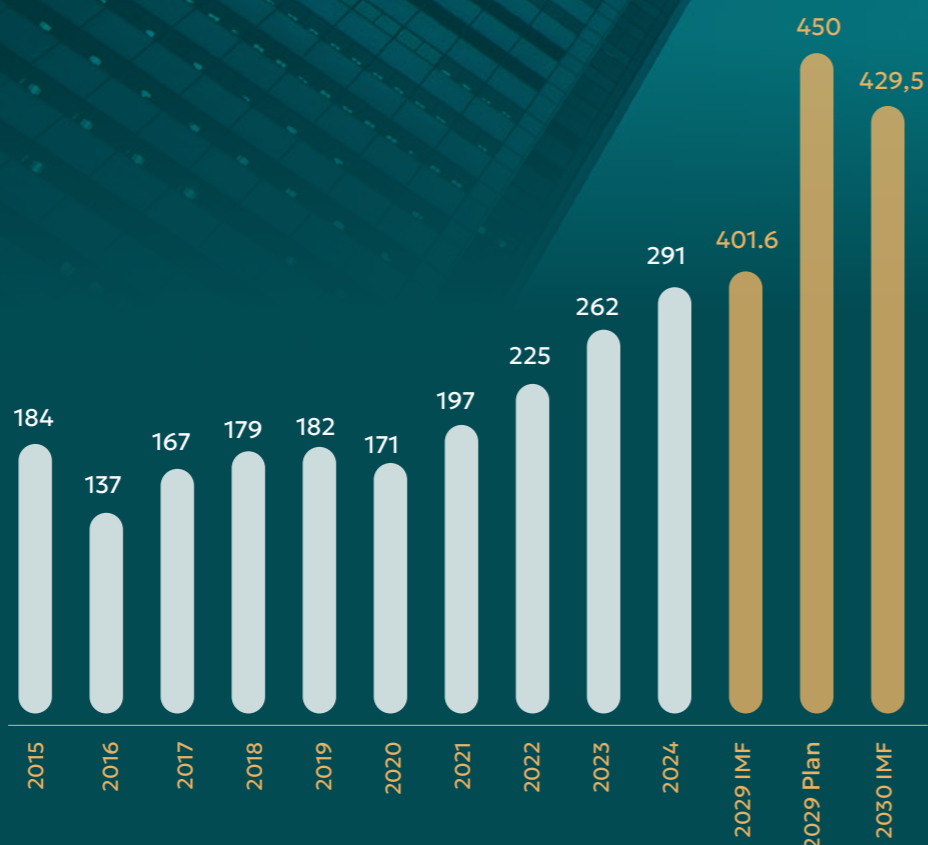
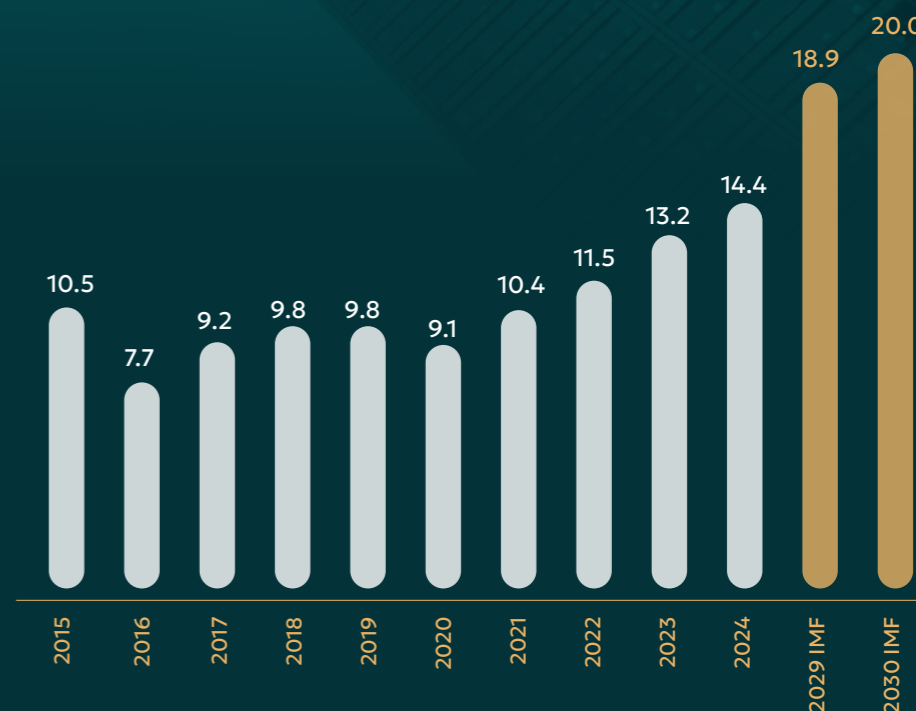


Рисунок 2.

## ВВП Казахстана на душу населения, тыс. долларов США

Динамика доходов на душу населения в Казахстане прошла через фазу коррекции, после чего перешла к устойчивому восстановлению и росту. На фоне ухудшения внешней конъюнктуры и макроэкономической адаптации ВВП на душу населения снизился с 10,5 тыс. в 2015 году до 7,7 тыс. долларов США в 2016 году. С тех пор показатель демонстрирует устойчивый рост. К 2024 году ВВП на душу населения достиг 14,4 тыс. долларов США, превысив уровень, зафиксированный до 2015 года. Согласно прогнозам МВФ, к 2030 году этот показатель в Казахстане может вырасти примерно до 20,0 тыс. долларов США.

Источник: Бюро национальной статистики, прогноз МВФ, 2025



2. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ ОБЗОР КАЗАХСТАНА

Рисунок 3.

**Прогноз МВФ: ВВП на душу населения в странах СНГ к 2030 году, тыс. долл. США**

Источник: Прогноз МВФ

В региональном сравнении Казахстан, согласно прогнозам, сохранит лидирующие позиции по уровню доходов среди стран СНГ. По оценкам МВФ, к 2030 году ВВП на душу населения в республике достигнет около **20,0 тыс. долларов США**, что несколько выше ожидаемого показателя для Российской Федерации (**19,8 тыс. долларов США**).

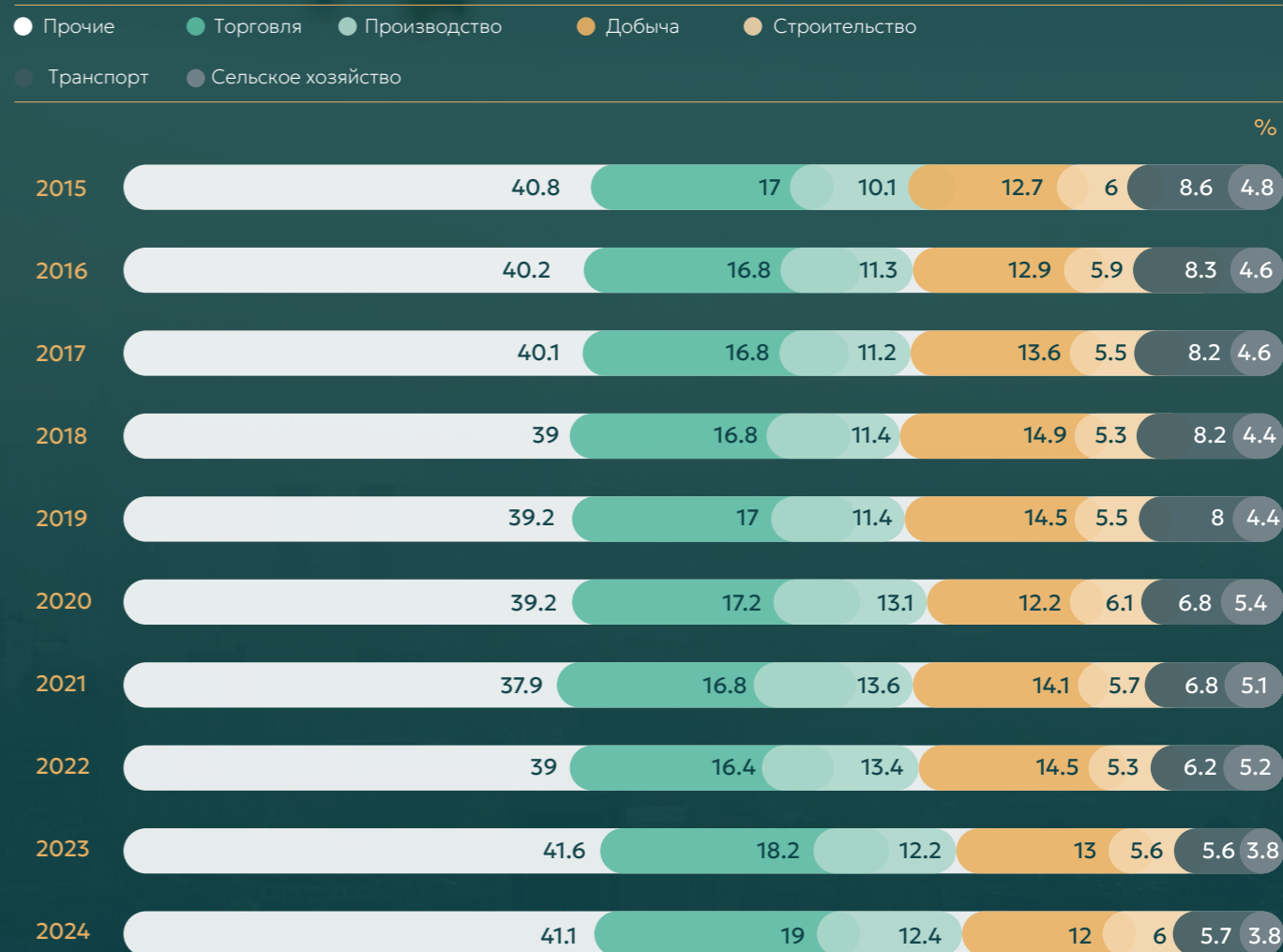


Рисунок 4.

**Отраслевая структура ВВП Казахстана, %**

В период с **2015 по 2024** год отраслевая структура ВВП Казахстана оставалась относительно стабильной. Обрабатывающая промышленность и добывающий сектор в совокупности стабильно формируют **около четверти валовой добавленной стоимости**, что подчеркивает сохраняющуюся важность промышленности и добычи ресурсов для экономики. Доля торговли постепенно увеличилась с примерно 17% в 2015 году до 19% в 2024 году. Строительство, транспорт и сельское хозяйство вносят относительно скромный вклад, и их доли на протяжении периода демонстрировали лишь умеренные колебания.

Источник: Бюро национальной статистики



Устойчивый рост номинального и подушевого ВВП формирует расширяющуюся базу внутренних инвесторов в Казахстане, способствует пополнению государственных доходов и укрепляет долгосрочный потенциал местных рынков капитала.

# ПРЯМЫЕ ИНОСТРАННЫЕ ИНВЕСТИЦИИ (ПИИ) В КАЗАХСТАН

Рисунок 5.

Приток ПИИ, млрд. долл. США

В 2024 году в Казахстане зафиксировано снижение объема прямых иностранных инвестиций (ПИИ): валовый приток сократился с 23,9 до 17,8 млрд. долларов США. Чистый приток, достигший 6,5 млрд. долларов США в 2022 году, снизился до менее 4 млрд. в 2023 году и приблизился к нулю в 2024 году, что свидетельствует о возросшей волатильности движения капитала.

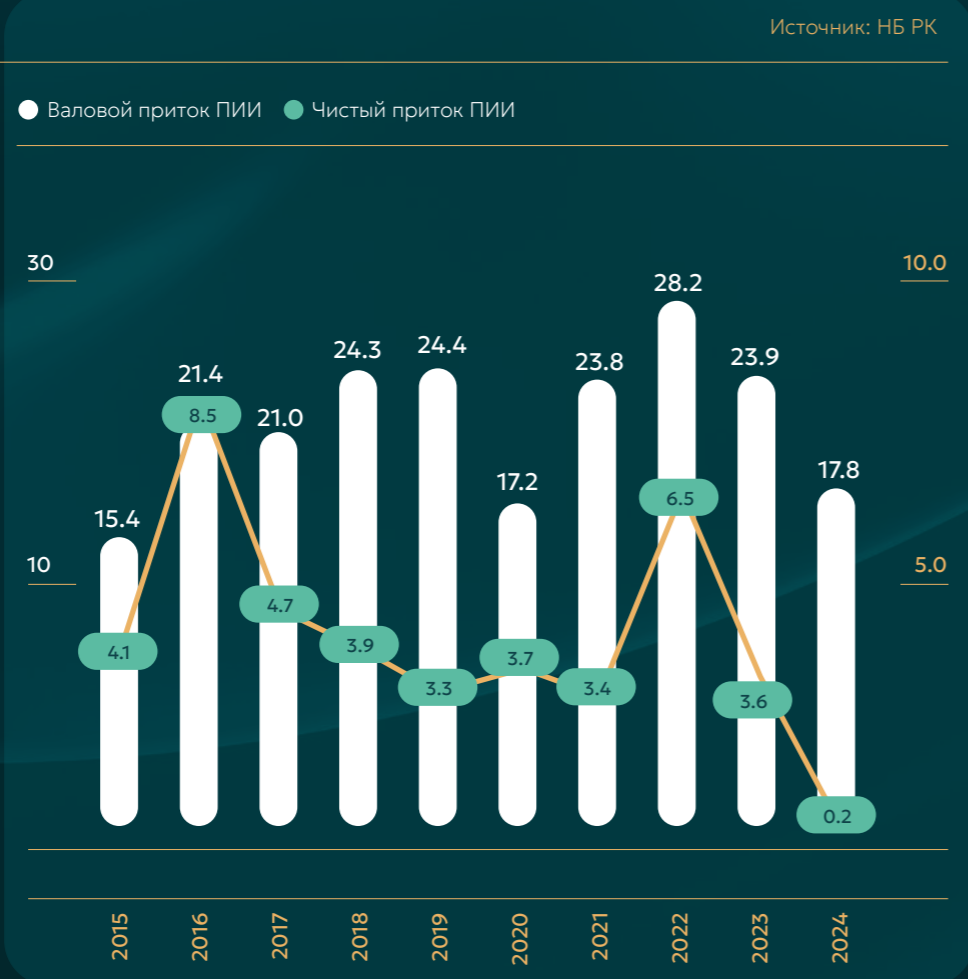


Рисунок 6.

Чистый приток (отток) ПИИ по секторам, 2024 г., млрд. долл. США

Снижение было в первую очередь обусловлено сокращением инвестиций в добывающий сектор, особенно в нефтегазовую отрасль, которая традиционно являлась основным получателем иностранного капитала. Уменьшение реинвестированной прибыли и сокращение числа новых проектов в сырьевом секторе негативно повлияли на общую динамику ПИИ.

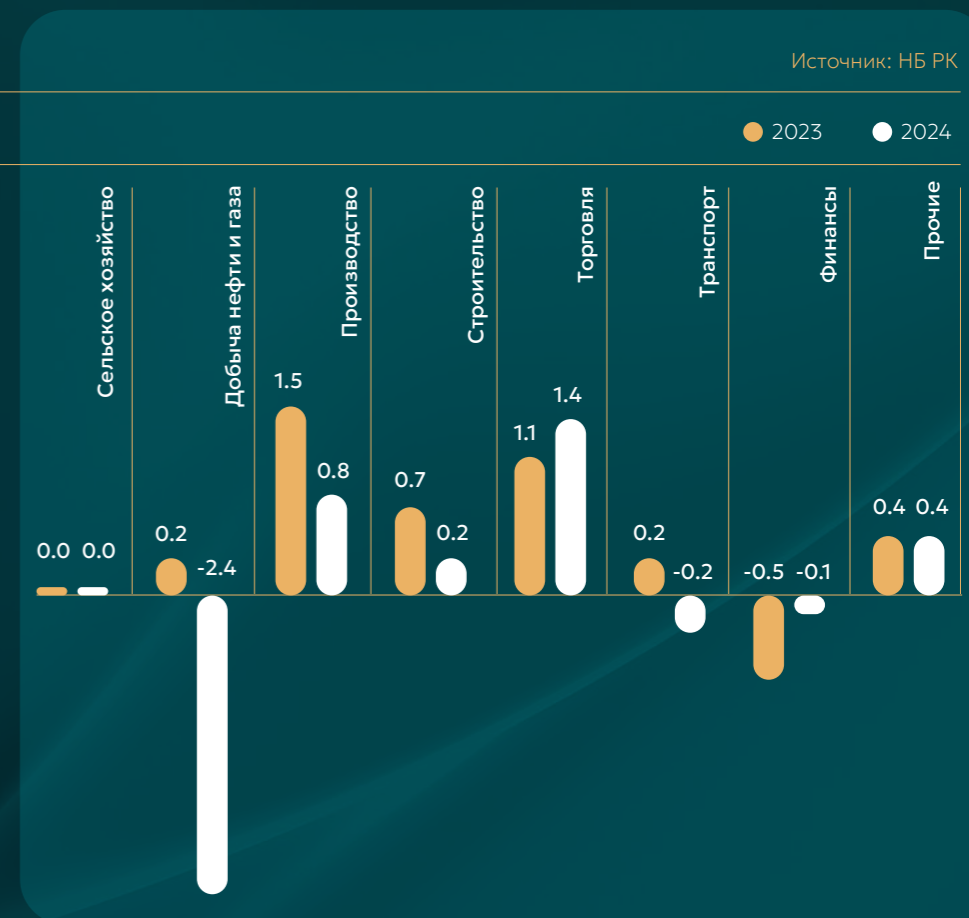
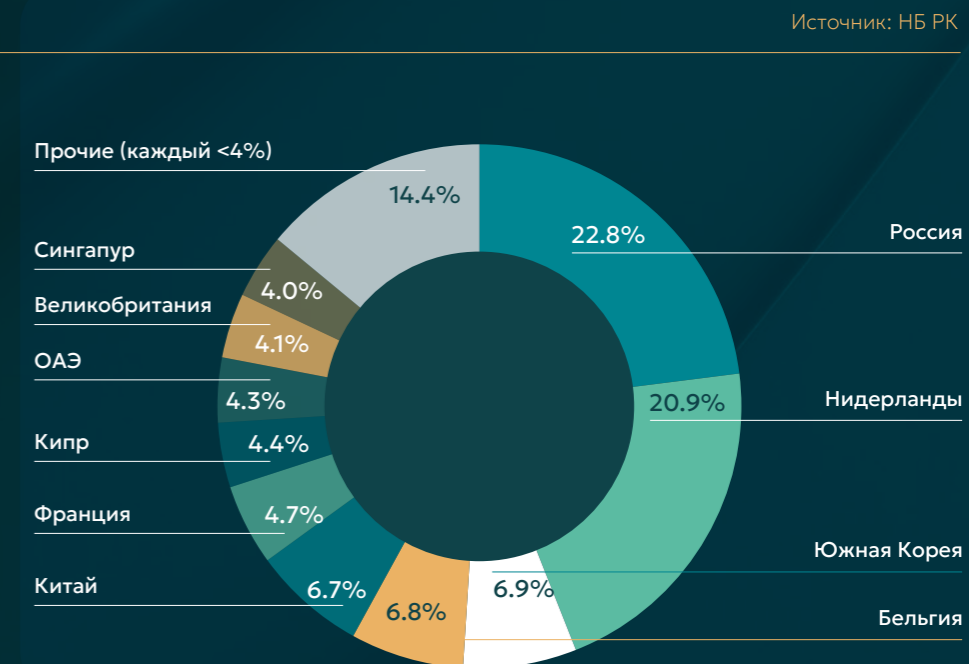


Рисунок 7.

Казахстан: валовый приток ПИИ по странам, 2024 год

В 2024 году изменилась и структура поступающих в страну прямых иностранных инвестиций. Крупнейшим инвестором стала Россия, за ней следуют Нидерланды, с дополнительными значительными поступлениями из Южной Кореи, Бельгии и Китая. В то же время наиболее существенное сокращение объема ПИИ было зафиксировано со стороны Соединенных Штатов, Нидерландов, Швейцарии и Китая.



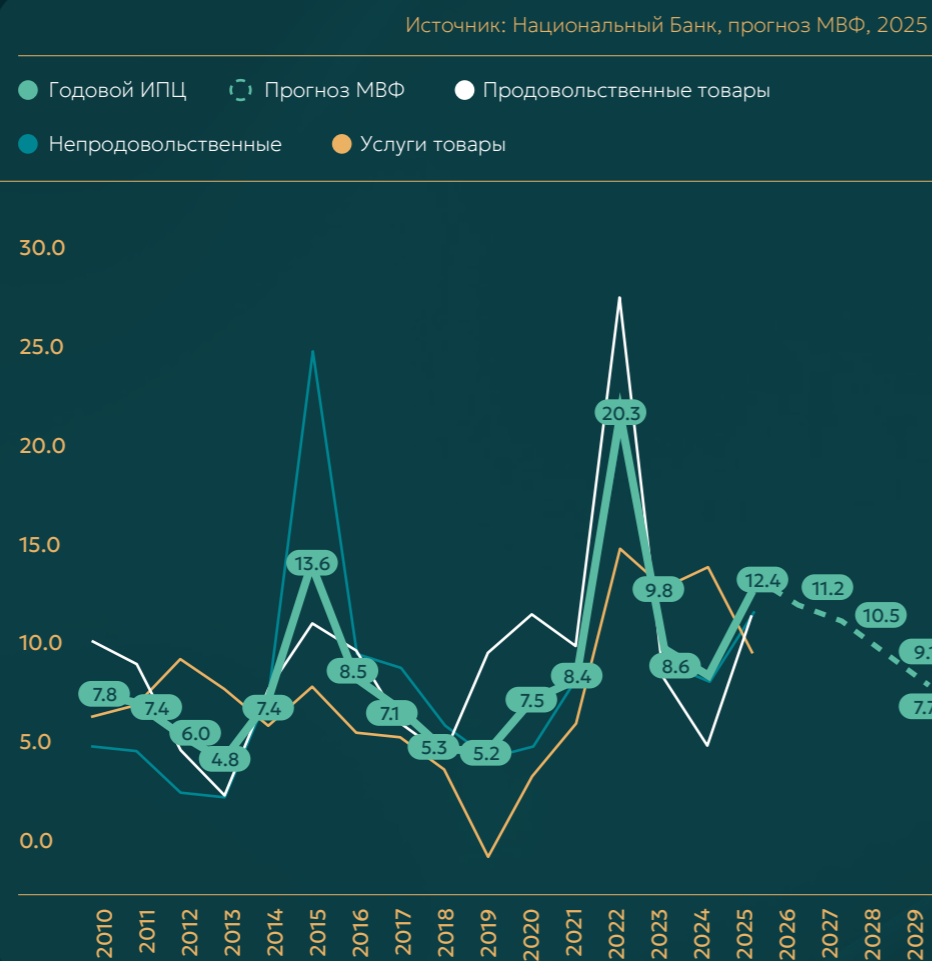
2. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ ОБЗОР КАЗАХСТАНА

2.3

# ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА КАЗАХСТАНА

Динамика инфляции в Казахстане за период 2013-2024 гг. оставалась волатильной. После низкого уровня в **4,8% в 2013** году инфляция ускорилась до **20,3% в 2022** году, отражая усиление ценового давления, а затем снизилась до **8,6% в 2024** году. Цены на платные услуги выросли на 13,3% в годовом выражении (по сравнению с 12,4% в 2023 году), в то время как инфляция на непродовольственные товары составила 8,3% (снизившись с 9,1%), а рост цен на продовольствие замедлился до 5,5% (с 8,5%). **В ноябре 2025** года инфляция вновь возросла до **12,4%**, что отражает возобновившееся ценовое давление.

**Рисунок 8.**  
Годовой показатель ИПЦ, фактические данные (2005 г. — ноябрь 2025 г.) и прогноз МВФ (2025–2029 гг.)

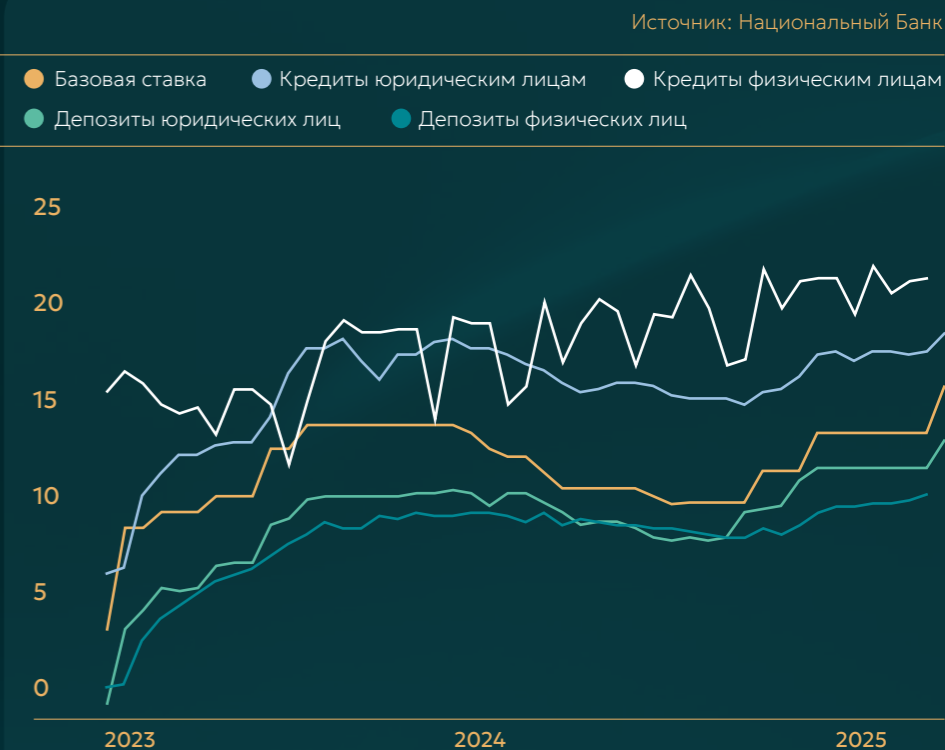


В прогнозах МВФ предполагается **постепенное снижение** инфляции: с **11,2% в 2026 году до 7,7% к 2029** году при условии сохранения сдерживающей денежно-кредитной политики.

**Рисунок 9.**  
Базовая ставка, кредитные и депозитные ставки в тенге, % (2022 г. — октябрь 2025 г.)

На этом фоне **10 октября 2025** года Национальный банк Казахстана повысил базовую ставку до **18%**<sup>1</sup>. Это решение привело к росту ставок по всем сегментам депозитов и кредитов, подтвердив эффективность передачи сигналов денежно-кредитной политики. По состоянию на октябрь 2025 года средние ставки по корпоративным депозитам составляли 16,3%, по вкладам населения 14,6%, а кредитные ставки оставались высокими: 19,7% для компаний и 21,5% для домохозяйств.

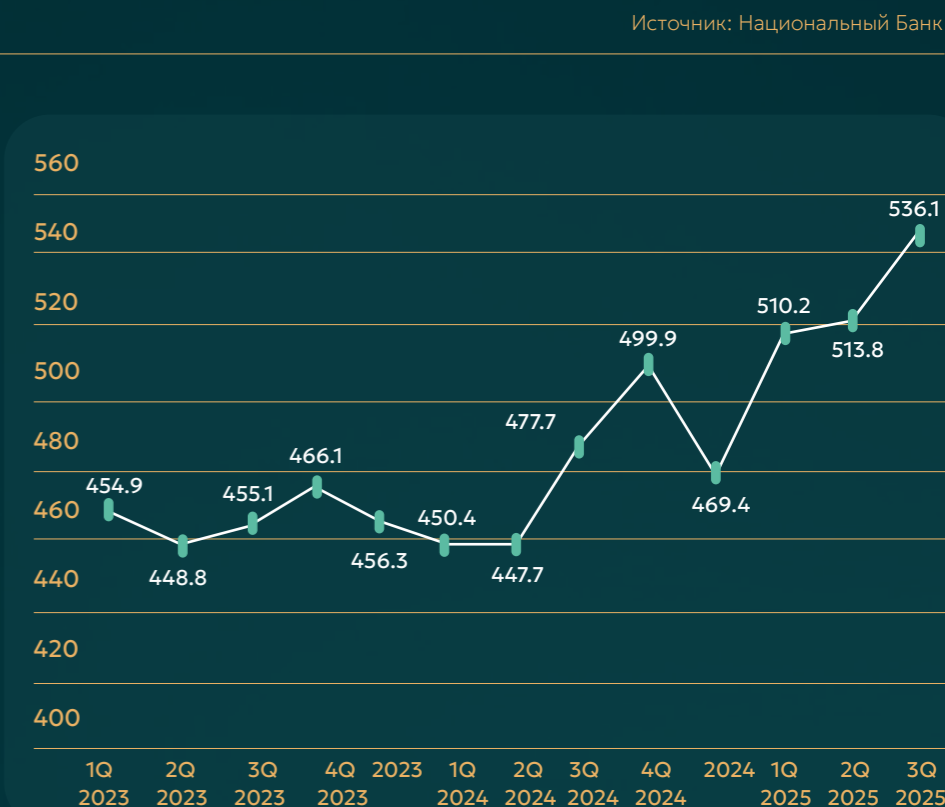
<sup>1</sup> National Bank of Kazakhstan Raises Base Rate to 18% to Curb Rising Inflation



**Рисунок 10.**  
Номинальный обменный курс тенге к долл. США (USD/KZT)

Несмотря на замедление инфляции в 2024 году, стоимость заемного финансирования оставалась высокой, отражая сохраняющиеся инфляционные ожидания, повышенные кредитные риски и жесткие денежно-кредитные условия.

**В 2024** году тенге ослаб до среднегодового уровня **469,4 тенге за доллар США**, при этом давление на национальную валюту усилилось к концу года. В 2025 году ослабление продолжилось: **к третьему кварталу** курс USD/KZT приблизился к уровню около **536 тенге за доллар США**.



# СУВЕРЕННЫЕ КРЕДИТНЫЕ РЕЙТИНГИ

Казахстан имеет инвестиционный уровень кредитного рейтинга от всех трёх ведущих международных рейтинговых агентств:

S&P Global Ratings присвоило Казахстану рейтинг BBB- со стабильным прогнозом.

Moody's Investors Service оценивает страну на уровне Baa1 со стабильным прогнозом.

Fitch Ratings присвоило рейтинг BBB со стабильным прогнозом.

Кредитные рейтинги Казахстана позиционируют страну в более сильной части кредитного спектра среди государств Кавказа и Центральной Азии. Они отражают устойчивые макроэкономические основы, значительные фискальные и внешние буферы, а также умеренный уровень государственного долга, одновременно учитывая сохраняющуюся чувствительность экономики к циклам цен на сырьевые товары.

Суверенные кредитные рейтинги служат ключевым ориентиром для суверенных фондов, пенсионных фондов и других институциональных инвесторов. Они влияют на стоимость заимствований Казахстана, доступ к рынкам капитала и интерес инвесторов к долговым инструментам как государства, так и квазигосударственных эмитентов на внутренних и международных рынках.

Рисунок 11.

Сравнение суверенных кредитных рейтингов

Источник: Moody's Corporation, S&amp;P Global, Fitch Ratings Inc.

↑ Позитивный ● Стабильный ↓ Негативный

		MOODY'S	S&P	FITCH
НАИВЫСШИЙ УРОВЕНЬ	Aaa			AAA
ВЫСОКИЙ ИНВЕСТИЦИОННЫЙ УРОВЕНЬ	Aa1 Aa2 Aa3			AA+ AA AA-
ВЫСОКИЙ СРЕДНИЙ ИНВЕСТИЦИОННЫЙ УРОВЕНЬ	A1 A2 A3			A+ A A-
НИЗКИЙ СРЕДНИЙ ИНВЕСТИЦИОННЫЙ УРОВЕНЬ	Baa1	КАЗАХСТАН ●		BBB+ ●
	Baa2			BBB ●
	Baa3	АЗЕРБАЙДЖАН ↑	КАЗАХСТАН ↑	АЗЕРБАЙДЖАН ●
СПЕКУЛЯТИВНЫЙ УРОВЕНЬ / НЕИНВЕСТИЦИОННЫЙ УРОВЕНЬ	Ba1		АЗЕРБАЙДЖАН ↑	BB+ ●
	Ba2		УЗБЕКИСТАН ●	BB ●
	Ba3	УЗБЕКИСТАН ↑		BB- ●
ВЫСОКОСПЕКУЛЯТИВНЫЙ УРОВЕНЬ	B1		КЫРГЫЗСТАН ●	B+ ●
	B2			B ●
	B3	КЫРГЫЗСТАН ↑		B- ●
СУЩЕСТВЕННЫЙ РИСК	Caa1			CCC+ ●
	Caa2			CCC ●
	Caa3			CCC- ●
КРАЙНЕ СПЕКУЛЯТИВНЫЙ / ПРЕДДЕФОЛТНЫЙ	Ca			CC ●
ДЕФОЛТ	C			D ●

2. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ ОБЗОР КАЗАХСТАНА

2.5

# ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ФОНДЫ КАЗАХСТАНА: НФРК И ЕНПФ

Макроэкономическая база Казахстана опирается на два крупных государственных фонда — Национальный фонд Республики Казахстан (НФРК) и Единый накопительный пенсионный фонд (ЕНПФ). В совокупности они играют ключевую роль в бюджетной стабилизации, долгосрочных сбережениях и развитии внутреннего финансового рынка.

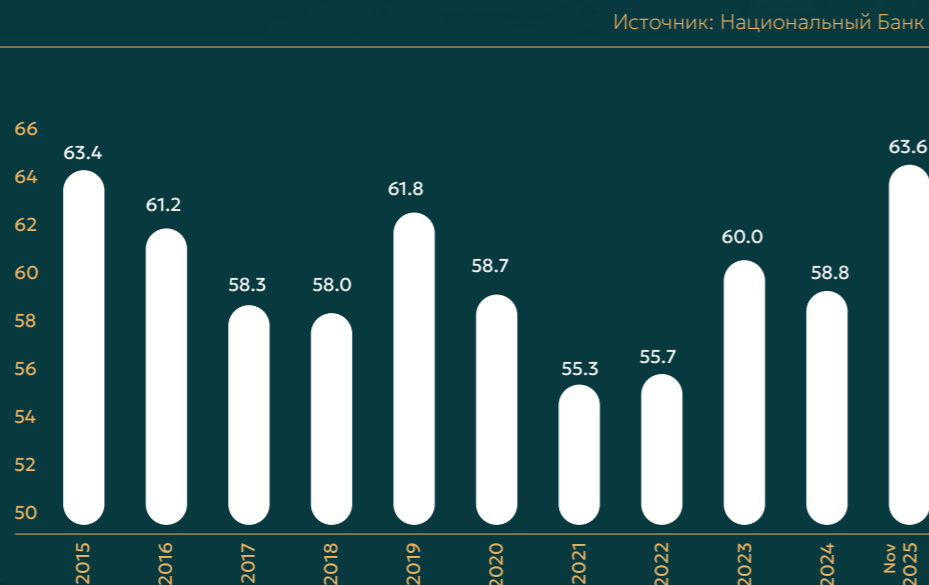
## Национальный фонд Республики Казахстан (НФРК)

Созданный в 2000 году Национальный фонд Республики Казахстан выполняет двойную функцию - стабилизационную и сберегательную. Фонд помогает сглаживать влияние волатильных нефтегазовых доходов на бюджет и формировать долгосрочные накопления для будущих поколений. Преимущественное размещение активов на международных финансовых рынках также способствует диверсификации рисков, связанных с высокой ролью сырьевого сектора в экономике.

Рисунок 12.

Валютные активы Национального фонда Республики Казахстан (НФРК), млрд. долл. США

Валютные активы НФРК сократились с 63,4 млрд. в 2015 году до 55,3 млрд. долларов США в 2021 году, что было обусловлено снижением доходов от сырьевого сектора и бюджетными трансфертами. Впоследствии объём активов восстановился, достигнув 58,8 млрд. долларов в 2024 году и увеличившись до 63,6 млрд. долларов США по состоянию на ноябрь 2025 года.



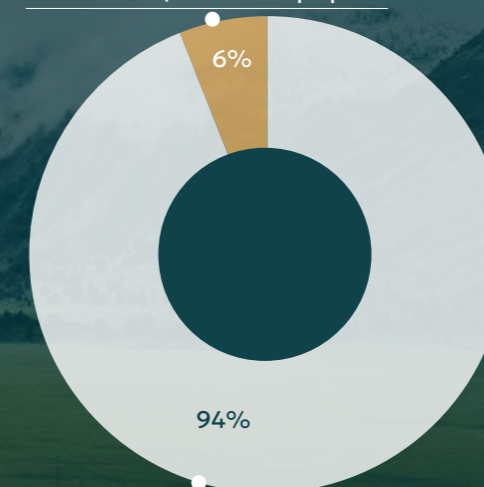
Источник: Национальный Банк

Рисунок 13.

Структура портфеля Национального фонда, 2024 г.

В 2024 году структура портфеля НФРК оставалась преимущественно ориентированной на долгосрочное накопление. Сберегательный портфель составлял 94% совокупных активов фонда, тогда как на стабилизационный портфель приходилось 6%. Это отражает сохраняющийся приоритет формирования долгосрочных сбережений при наличии отдельного, но существенно меньшего стабилизационного компонента.

Стабилизационный портфель



Сберегательный портфель

Источник: Национальный Банк

В 2024 году, согласно данным Национального банка Республики Казахстан, 94% активов НФРК было размещено в сберегательном портфеле. В его структуре 55% средств инвестировано в инструменты с фиксированной доходностью, при этом доля акций увеличилась по сравнению с предыдущим годом.

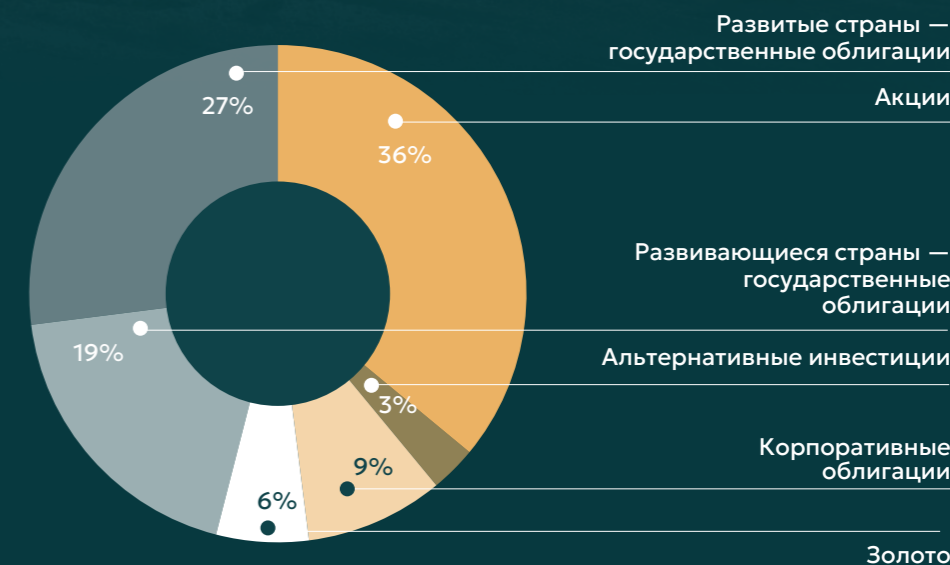
Активы НФРК управляются Национальным банком и внешними управляющими компаниями. Если такая компания локализована в МФЦА, то потенциальному управляющему активами НФРК начисляются дополнительные баллы в системе оценки согласно правилам Национального банка.

Рисунок 14.

Сберегательный портфель Национального фонда, %, 2024 г.

В рамках сберегательного портфеля активы преимущественно размещены в инструментах с фиксированной доходностью, что поддерживает стабильность и ликвидность портфеля. При этом в последние годы увеличивалась доля вложений в акции, золото и альтернативные активы. Такая динамика отражает постепенную диверсификацию инвестиционной стратегии фонда, направленную на повышение долгосрочной доходности при сохранении консервативного профиля риска.

Источник: Национальный Банк



2. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ ОБЗОР КАЗАХСТАНА

2.5

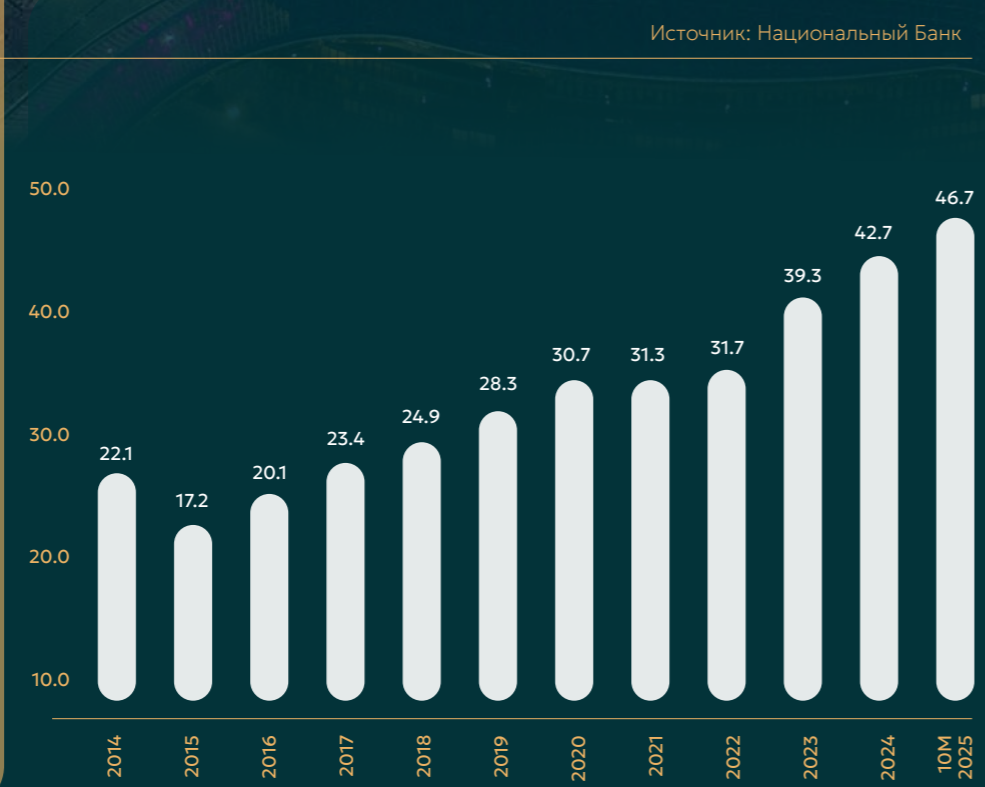
**Единый накопительный пенсионный фонд (ЕНПФ)**

Единый накопительный пенсионный фонд (ЕНПФ) занимает центральное место в системе пенсионного обеспечения Казахстана, аккумулируя и администрируя обязательные пенсионные взносы работающего населения. Инвестирование пенсионных активов направлено на сохранение и приумножение накоплений для будущих пенсионных выплат, а сама пенсионная система выступает одним из ключевых источников долгосрочного институционального капитала на внутреннем финансовом рынке.

**Активы и структура инвестиций**

По состоянию на конец 2024 года активы ЕНПФ составляли **42,7 млрд. долларов США**, а к концу октября 2025 года увеличились до **46,7 млрд. долларов США**. Рост активов был обусловлен, в том числе, регулярным поступлением пенсионных взносов, инвестиционным доходом и положительной переоценкой отдельных активов.

**Рисунок 15.**  
Активы пенсионного фонда на конец периода, млрд. долл. США



Источник: Национальный Банк

ЕНПФ придерживается **диверсифицированной инвестиционной стратегии**, распределяя средства между внутренними и международными классами активов при сохранении консервативного общего профиля риска.

**Рисунок 16.**  
Структура активов пенсионных накоплений, %

По состоянию на **конец октября 2025 года** структура активов ЕНПФ сохраняла **преимущественную ориентацию на инструменты с фиксированной доходностью**. На государственные ценные бумаги и корпоративные облигации приходилось **около 72%** совокупных активов. При этом доля **государственных ценных бумаг увеличилась приблизительно до 58,2%**, тогда как доля **корпоративных облигаций снизилась до 14,0%**. Такая структура указывает на значимую роль ЕНПФ как долгосрочного институционального инвестора, поддерживающего устойчивый спрос на внутреннем долговом рынке, прежде всего в сегменте суверенных инструментов.

Источник: Национальный Банк



# ОБЗОР РЫНКОВ КАПИТАЛА КАЗАХСТАНА

3

## КЛЮЧЕВЫЕ ВЫВОДЫ



### 2.17 млн.

Розничные брокерские счета в AIX CSD по состоянию на сентябрь 2025 года — по сравнению с 103 000 в 2020 году

### 81 млрд. долл. США

Общий объем облигаций в обращении на уровне 42,5% ВВП по состоянию на сентябрь 2025 года

### 62.1%

Доля вторичного рынка акций, сформированная физическими лицами, в 2024 году

### 819 млн. долл. США

Объем торгов долговыми инструментами на AIX в 2024 году — исторический максимум для биржи

### 7.5 млрд. долл. США

Привлеченный долговый капитал на AIX

### 2.3x

Рост первичных размещений корпоративных облигаций на KASE в 2024 году в годовом выражении

### 176 эмитентов на AIX

### 276 эмитентов на KASE

на сентябрь 2025

КРАТКИЙ  
ОБЗОР



Рынок капитала Казахстана проходит через структурное углубление, движимое тремя сходящимися силами: волной знаковых IPO государственных предприятий, стремительной мобилизацией розничных инвесторов через цифровые платформы и формированием экосистемы двух бирж, в которой KASE обеспечивает ликвидность внутреннего рынка в тенге, а AIX предоставляет международный доступ и более широкий продуктовый инструментарий. Рынок долговых инструментов является основой системы — объем облигаций в обращении превышает 81 млрд долл. США, — тогда как трансформация розничного сегмента меняет структуру торгов акциями: физические лица обеспечили свыше 62% оборота вторичного рынка акций в 2024 году.

# СУЩЕСТВУЮЩАЯ СТРУКТУРА: AIX И KASE (АФСА И АРРФР)

## ДВЕ ПРАВОВЫЕ СИСТЕМЫ: НАЦИОНАЛЬНОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ И ОБЩЕЕ ПРАВО МФЦА

3.1.1

### Ключевые выводы



#### Две правовые системы:

Рынок функционирует в двух правовых системах. Национальное регулирование KASE/АРРФР основано на законодательстве Республики Казахстан и ориентировано на защиту широкого круга инвесторов, включая розничных участников. Режим МФЦА для AIX/АФСА, основанный на принципах общего права Англии и Уэльса, также предусматривает защиту инвесторов и дополняет национальное регулирование в сегментах, связанных с международными инвесторами.

#### Значительная роль компаний с государственным участием:

крупные эмитенты с государственным участием, включая компании квазигосударственного сектора, остаются важной частью публичного рынка капитала и источником ценных бумаг для инвесторов.

#### Структура биржевого оборота:

значительная часть оборота торгов на бирже приходится на краткосрочные сделки РЕПО, тогда как рынок акций сохраняет более ограниченную глубину по сравнению с наиболее активными сегментами.

#### Стратегическая роль МФЦА:

Правовая среда МФЦА позиционируется как ключевой инструмент для развития формирующихся альтернативных рынков (венчурного капитала, прямых инвестиций, хедж-фондов), где важны специализированные подходы к структурированию и инструменты, ориентированные на международных инвесторов.

## Основы рынков капитала и две правовые системы

Рынок капитала представляет собой систему, через которую компании и организации привлекают финансирование, а инвесторы размещают капитал в финансовые инструменты. Биржи выполняют роль организованных торговых площадок, деятельность которых регулируется уполномоченными органами, отвечающими за правила, надзор и устойчивость рынка. В Казахстане функционируют две ключевые биржевые площадки, работающие в разных правовых системах: Казахстанская фондовая биржа (KASE), регулируемая Агентством по регулированию и развитию финансового рынка (АРРФР), и фондовая биржа Astana International Exchange (AIX).

Помимо AIX, инфраструктура рынка капитала МФЦА также включает International Trading System Ltd. (ITS), получившую разрешение от регулятора АФСА на осуществление деятельности в качестве многосторонней торговой площадки (Multilateral Trading Facility, MTF) и центрального контрагента (Central Counterparty, CCP).

## Две правовые системы: национальное регулирование и общее право

Ключевое различие между двумя площадками заключается в их правовой и регуляторной основе. KASE функционирует в рамках национального законодательства и регулирования Республики Казахстан, а регулирование рынка ценных бумаг осуществляется АРРФР. Эта система ориентирована на развитие внутреннего рынка, обеспечение прозрачности торгов и защиту широкого круга инвесторов, включая розничных участников.

В свою очередь, AIX действует в особом правовом режиме МФЦА<sup>2</sup>, основанном на принципах общего права Англии и Уэльса, и регулируется АФСА. Такая правовая модель сочетает защиту инвесторов с регуляторной системой, ориентированной на международные стандарты и практики, что создает условия для привлечения иностранных инвесторов, структурирования трансграничных сделок и листинга более сложных финансовых инструментов.

<sup>2</sup> AIFC.kz

**Правовая среда МФЦА стратегически позиционируется как ключевой катализатор для развития альтернативных рынков, включая венчурный капитал, прямые инвестиции и хедж-фонды, для которых необходимы международные регуляторные стандарты и более сложные финансовые продукты. Ключевые преимущества МФЦА для участников рынков капитала включают:**

1

### Сложные финансовые инструменты:

Гибкость регулирования позволяет AIX проводить листинг более широкого спектра продуктов, включая облигации в юанях (RMB-бонды), биржевые инвестиционные фонды (ETF), трансграничные листинги и специализированные исламские финансовые инструменты, а также возможность осуществления расчетов в любой из основных валют, включая доллар США (USD), тенге (KZT), фунт стерлингов (GBP) и китайский юань (CNY).

2

### Специальный налоговый режим:

Льготный налоговый режим, соответствующий стандартам BEPS предоставляет ключевые преимущества, включая потенциальное освобождение от корпоративного подоходного налога, налога на добавленную стоимость, индивидуального подоходного налога, а также различные льготы на доход от рыночных операций в зависимости от вида деятельности компании.

## Раздельные центральные депозитарии (ЦД)

- KASE и ЦДЦБ: Центральный депозитарий ценных бумаг (ЦДЦБ)<sup>3</sup> проводит клиринг и осуществляет расчеты по сделкам, заключённые на KASE. Он является национальным ЦД и функционирует в рамках гражданско-правовой юрисдикции Республики Казахстан. ЦДЦБ в основном работает с ценными бумагами, номинированными в тенге, и действует в соответствии с национальными банковскими и рыночными правилами.
- AIX и AIX CSD: Центральный депозитарий AIX (AIX CSD) проводит клиринг и осуществляет расчёты по ценным бумагам, допущенным к торгам на AIX. Данная организация функционирует в рамках правовой системы общего права МФЦА и создана для международного взаимодействия. Ключевым является то, что AIX CSD установил прямые каналы связи с крупными международными кастодианами и расчётными инфраструктурами, такими как Euroclear. Это взаимодействие между AIX CSD и Euroclear способствует интеграции рыночной инфраструктуры Казахстана с глобальной финансовой системой, позволяя местным участникам получать доступ к международным ценным бумагам, соответствующим требованиям Euroclear, через устоявшиеся механизмы международного кастодиального обслуживания. Помимо AIX CSD, в экосистему МФЦА также входит ITS CSD Ltd. - центральный депозитарий ценных бумаг, получивший от АФСА разрешение на обслуживание сделок, заключаемых на Международной торговой площадке (ITS).

<sup>3</sup> Kase.kz

3. ОБЗОР РЫНКОВ КАПИТАЛА КАЗАХСТАНА

# КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА АКЦИЙ

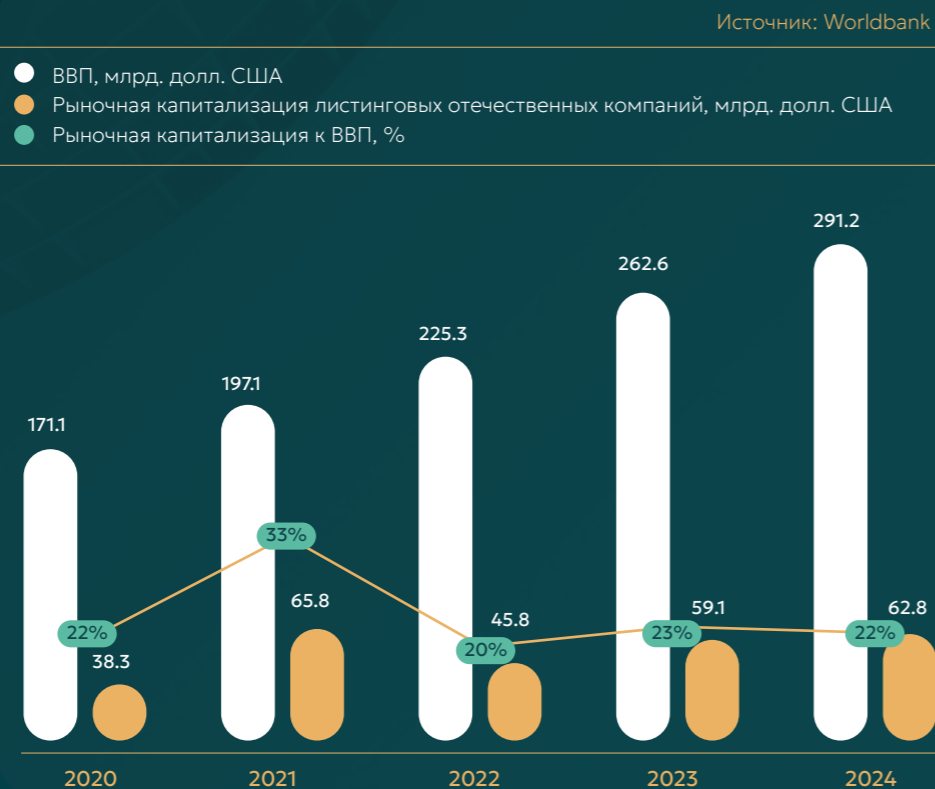
31.2

Устойчивый номинальный рост экономики Казахстана создает основу для дальнейшего развития рынка акционерного капитала. Вместе с тем отношение капитализации рынка акций к ВВП остается сравнительно низким<sup>4</sup>, что отражает пока ограниченную глубину рынка и потенциал для расширения базы ликвидных инструментов. Снижение этого показателя с 33% ВВП в 2021 году до 20% в 2022 году также указывает на чувствительность рынка к внешним факторам и переоценке активов.

<sup>4</sup> Market capitalization of listed domestic companies (% of GDP) – Kazakhstan, World Bank Group

Рисунок 17.

ВВП Казахстана, млрд. долл. США, и капитализация фондового рынка, % от ВВП



Источник: Worldbank

На этом фоне программа приватизации и размещения акций крупных национальных компаний может стать важным фактором дальнейшего развития рынка. Ожидаемые размещения акций АО «НК «Қазақстан темір жолы» и АО «НК «QazaqGaz», несмотря на ограниченное число таких сделок, способны поддержать рост рыночной капитализации, расширить базу ликвидных инструментов и способствовать развитию вторичной рыночной активности.

Рисунок 18.

Объем торгов на KASE, млрд. долл. США

- Валютный рынок
- Денежный рынок
- Рынок ценных бумаг

Источник: KASE



Структура торгов на KASE свидетельствует о преобладании денежного рынка, который формирует основную часть совокупного оборота биржи. В 2020-2024 гг. общий объем торгов сохранялся высоким в абсолютном выражении, достигнув максимального значения в 2023 году, после чего в 2024 году наблюдалось умеренное снижение. Рынок ценных бумаг занимает сравнительно небольшую долю в общей структуре торгов, тогда как валютный рынок, оставаясь вторым по объему сегментом, существенно уступает денежному рынку<sup>5</sup>.

<sup>5</sup> KASE annual report, 2024

<sup>6</sup> KASE announces exchange market results for Q3 and nine months of 2025

Согласно данным KASE, за первые девять месяцев 2025 года рост оборота биржи был в основном связан с увеличением активности на рынке ценных бумаг, прежде всего за счет торгов государственными и корпоративными облигациями. При этом активность на рынке акций оставалась ограниченной, что указывает на сохраняющуюся концентрацию торговой активности в долговых инструментах.

Денежный рынок остается крупнейшим сегментом торгов на KASE и включает преимущественно сделки РЕПО, межбанковские размещения и другие краткосрочные

инструменты управления ликвидностью, используемые финансовыми учреждениями<sup>6</sup>. Снижение оборота денежного рынка за первые девять месяцев 2025 года отражает изменения в операциях по управлению ликвидностью, а не динамику активности на рынке капитала. Торговля производными финансовыми инструментами остается незначительной в абсолютном выражении. При этом развитие данного сегмента может в перспективе расширить возможности участников рынка по хеджированию и управлению рисками.

3. ОБЗОР РЫНКОВ КАПИТАЛА КАЗАХСТАНА

3.1.2

Рисунок 19.

Объём торгов на АИХ, млрд. долл. США

Источник: АИХ  
 Объёмы торгов на АИХ заметно выросли за последние пять лет, при этом основная часть оборота приходится на долговые ценные бумаги. В 2024 году общий объём торгов долговыми инструментами достиг 819 млн долларов США, в то время как объём торгов акциями составил 495 млн долларов США, что стало историческим максимумом для биржи. После умеренной активности в 2018–2020 годах объёмы значительно ускорились с 2021 года, что отражает рост эмиссии, расширение круга инвесторов и всё более активное использование АИХ в качестве площадки для привлечения капитала и вторичных торгов<sup>7</sup>.

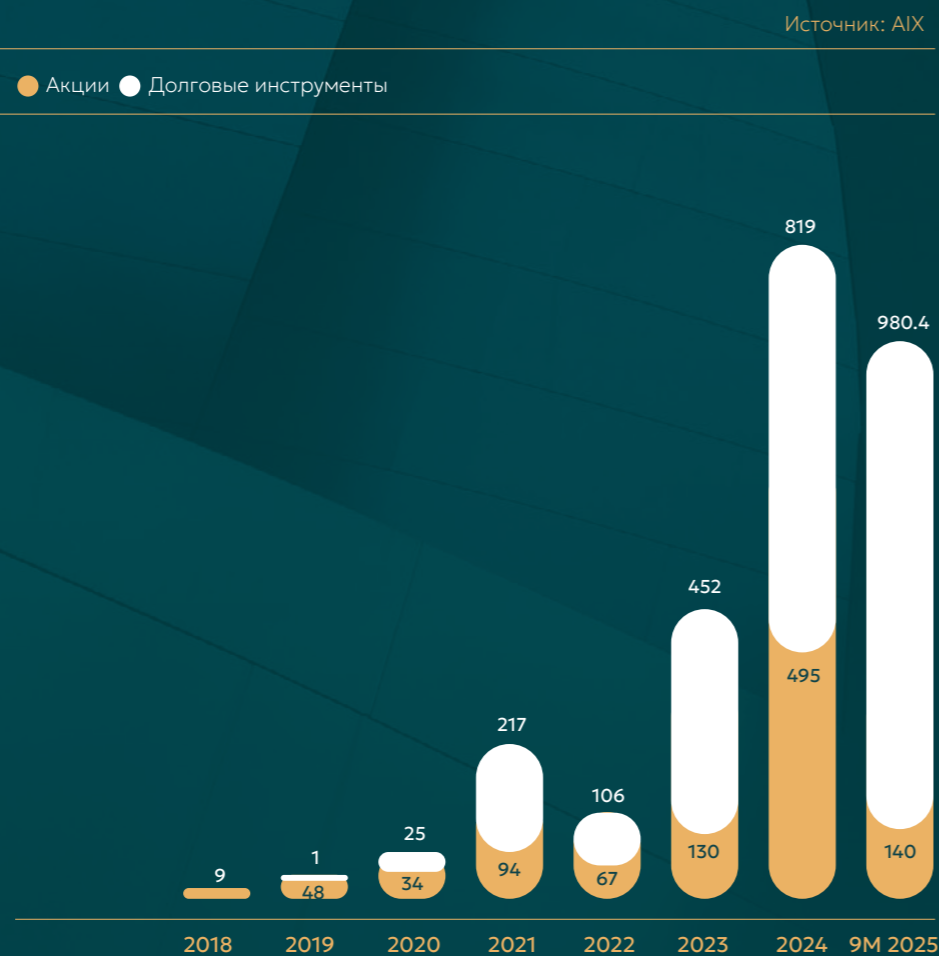
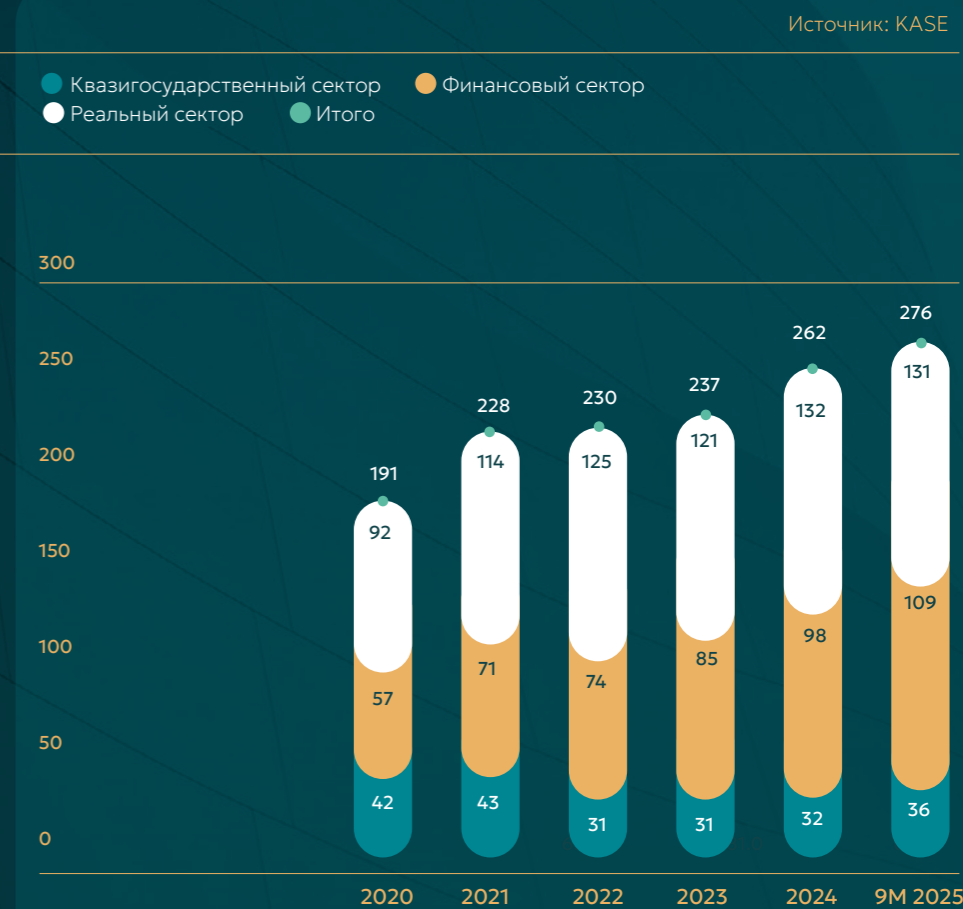


Рисунок 20.

Эмитенты по отраслям экономики (KASE)

Несмотря на снижение активности после 2020 года, квазигосударственный сектор сохраняет значимую роль на рынке, в том числе за счет уже реализованных сделок и ожидаемых размещений компаний с государственным участием. Расширение листинга на KASE в последние годы в значительной степени обеспечивается финансовым сектором: он служит основным двигателем роста количества компаний в листинге и заметно опережает реальный сектор по приросту новых эмитентов<sup>8</sup>. В то же время реальный сектор на протяжении всего периода сохраняет наибольшее количество эмитентов в абсолютном выражении.



<sup>7</sup> Capital Markets Overview, Q3 2025

<sup>8</sup> Newsletter, 2025 by KASE

# АКЦИИ

## ПЕРВИЧНОЕ ПУБЛИЧНОЕ РАЗМЕЩЕНИЕ АКЦИЙ (IPO)

3.2.1

Серия IPO крупных компаний с государственным участием стала одним из важных факторов развития рынка акций Казахстана, повысив его узнаваемость, расширив участие инвесторов и поддержав рост ликвидности. С 2022 года фонд «Самрук-Казына» реализует стратегию трансформации, предусматривающую приватизацию отдельных активов при сохранении государственного контроля в стратегически значимых секторах экономики. В рамках этого подхода фонд провел размещения акций ряда портфельных компаний<sup>9</sup>.

Крупные эмитенты с государственным участием, включая АО «НАК «Казатомпром», АО «НК «КазМунайГаз» и АО «Эйр Астана», успешно провели IPO, повысив узнаваемость рынка и расширив представленность крупных компаний на рынке акций. Эти сделки придали дополнительный импульс рынкам капитала Казахстана и повысили интерес со стороны населения, что поддержало рост числа частных инвесторов. Ожидаемые размещения других крупных компаний с государственным участием также могут дополнительно поддержать рост рынка в ближайшие годы.

**Рост рынка акций обусловлен, в первую очередь, растущей активностью как частных, так и институциональных инвесторов:**

1

**Рост активности розничных инвесторов:**

Участие локальных частных инвесторов заметно увеличилось на фоне потребности в диверсификации сбережений, развития онлайн-торговых платформ и повышения финансовой грамотности. В ходе размещений акций АО «НК «КазМунайГаз» и АО «Эйр Астана» розничные инвесторы получили значимую долю размещаемых акций, что подтвердило растущий интерес населения к публичному рынку.

2

**Доверие инвесторов и расширение институциональной базы:**

Институциональные инвесторы, включая пенсионный фонд, национальный фонд и международные холдинги, проявляют повышенный интерес. Например, IPO «Эйр Астана» в феврале 2024 года привлекло участие более 70 институциональных инвесторов. Хотя этот показатель остается умеренным в международном сравнении, он указывает на постепенное расширение институциональной базы рынка. Экономическая стабильность и потенциал роста страны формируют интерес со стороны международных институциональных инвесторов, а их инвестиционные критерии согласуются с приверженностью Казахстана внедрению международных стандартов корпоративного управления и устойчивого развития.

Совокупный эффект успешных IPO и расширения доступа к инвестиционным инструментам за счет технологического развития способствует углублению рынка и повышению его ликвидности, формируя более устойчивую основу для дальнейшего развития рынка капитала.

<sup>9</sup> Samruk Kazyna Fund to Undergo Major Transformation, says President – The Astana Times, 2022

## ДИНАМИКА РЫНКА АКЦИЙ И КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ

### 3.2.2

Рынок акций Казахстана имеет сложившуюся институциональную основу, однако остается развивающимся сегментом рынка капитала с точки зрения ликвидности, глубины вторичного рынка и широты эмитентской базы. Его структура во многом отражает значимую роль государства и квазигосударственного сектора в экономике. Исторически привлечение капитала через выпуск акций занимало менее заметное место по сравнению с банковским кредитованием и государственным финансированием, что отчасти объясняет концентрацию рыночной капитализации и торговой активности среди ограниченного круга крупных эмитентов. Вместе с тем в последние годы рынок получил дополнительный импульс благодаря крупным IPO, программе приватизации и более активному использованию публичных размещений как инструмента развития рынка капитала.<sup>10</sup>

**IPO квазигосударственных компаний.** В последние годы ключевые государственные предприятия провели IPO по

правительственной программе приватизации и программе «Народное IPO». Эти размещения стали важным фактором развития рынка акций и расширения участия населения в публичном рынке капитала. Так, IPO АО «НК «КазМунайГаз» в 2022 году стало крупнейшим в истории фондового рынка Казахстана, обеспечив привлечение около 330 млн долларов США, или 153,9 млрд тенге, и совокупную рыночную капитализацию порядка 11 млрд долларов США. IPO также стало первым в Казахстане полностью цифровым размещением: 99% всех заявок были поданы через мобильные приложения, а доля индивидуальных инвесторов превысила 50% от объема размещения.

Наряду с расширением участия розничных инвесторов, IPO имело дополнительный бюджетный эффект: около половины привлеченных средств было направлено в государственный бюджет, в том числе через дивидендные выплаты.

Среди крупных квазигосударственных компаний наиболее высокая доля акций в свободном обращении наблюдается у АО «Эйр Астана» - около 42%, что расширяет возможности для участия инвесторов и поддерживает ликвидность бумаги. У других стратегически значимых эмитентов доля акций в свободном обращении остается более сдержанной: около 3% у АО «НК «КазМунайГаз» и АО «КазТрансОйл». Такая структура отражает поэтапный характер приватизации и сохранение значимых государственных долей в компаниях, имеющих стратегическое значение для экономики. В то же время наличие крупных пакетов, остающихся в государственной собственности, создает потенциал для дальнейшего расширения доли акций в свободном обращении через будущие вторичные размещения акций (SPO), что может увеличить предложение ликвидных инструментов и поддержать дальнейшее развитие рынка акций Казахстана.

Индекс KASE используется для оценки динамики рынка акций Казахстана. Он рассчитывается с учетом рыночной капитализации и доли акций в свободном обращении, отражая динамику наиболее ликвидных акций, включенных в индекс.

Квазигосударственный сектор занимает значимое место в индексе KASE, формируя около 45% его совокупного веса и включая крупные компании в сфере добычи полезных ископаемых, энергетики, телекоммуникаций и инфраструктуры, такие как АО «НАК «Казатомпром», АО «НК «КазМунайГаз» и АО «Казактелеком». При этом приватизационные размещения крупных квазигосударственных компаний проводились с использованием разных биржевых площадок, включая KASE, AIX и международные рынки капитала, что расширяло доступ как для локальных, так и для международных инвесторов. Программа приватизации, реализуемая через Фонд национального благосостояния «Самрук-Казына», стала важным фактором расширения публичного рынка акций и повышения участия инвесторов. Ожидаемые размещения АО «НК «Қазақстан темір жолы» и АО «НК «QazaqGaz» могут стать

следующим этапом расширения базы ликвидных инструментов, повышения рыночной капитализации и дальнейшего развития рынка акций Казахстана.

Индекс AIX Qazaq **представляет собой бенчмарк**, взвешенный по рыночной капитализации с учетом доли акций в свободном обращении (free float). Он отслеживает наиболее ликвидные казахстанские акции, обращающиеся на AIX, KASE и Лондонской фондовой бирже. Межбиржевой охват индекса отражает **более международный характер листингуемого рынка акций Казахстана** и включает компании, зарегистрированные в Казахстане либо ведущие в стране существенную операционную деятельность или получающие там значительную часть доходов. Индекс используется для оценки динамики цен акций, соответствующих установленным критериям, и служит ориентиром для инвестиционных стратегий, ориентированных на ликвидный сегмент казахстанского рынка капитала. Он включает 14 компонентов, проходит ежеквартальную ребалансировку, рассчитывается на конец торгового дня в тенге и является ценовым индексом, то есть не корректируется на дивиденды.

Рисунок 21.

Уровень свободного обращения выбранных публичных компаний

Компания	Свободно обращающаяся часть акций
Казактелеком	9,4% <sup>11</sup> (по состоянию на июль 2025 года)
КазТрансОйл	3% <sup>12</sup> (по состоянию на март 2024 года)
КЕГОК	15% <sup>13</sup> (по состоянию на ноябрь 2025 года)
Казатомпром	25% <sup>14</sup> (по состоянию на ноябрь 2025 года)
ҚазМұнайГаз	3% <sup>15</sup> (по состоянию на ноябрь 2025 года)
Эйр Астана	42% <sup>16</sup> (по состоянию на ноябрь 2025 года)

<sup>10</sup> Samruk-Kazyna: IPO History, The People's IPO Program

<sup>11</sup> Kazakhtelecom: Results for the 1st quarter 2025

<sup>12</sup> KazTransOil JSC Interim condensed consolidated financial statement, 2024

<sup>13</sup> KEGOC: Financial results for the 3rd quarter 2025

<sup>14</sup> Kazatomprom.kz

<sup>15</sup> Financial and Operational results of NC "KazMunayGas" JSC for the 9 months of 2025

<sup>16</sup> Air Astana: Results for the 3rd quarter 2025

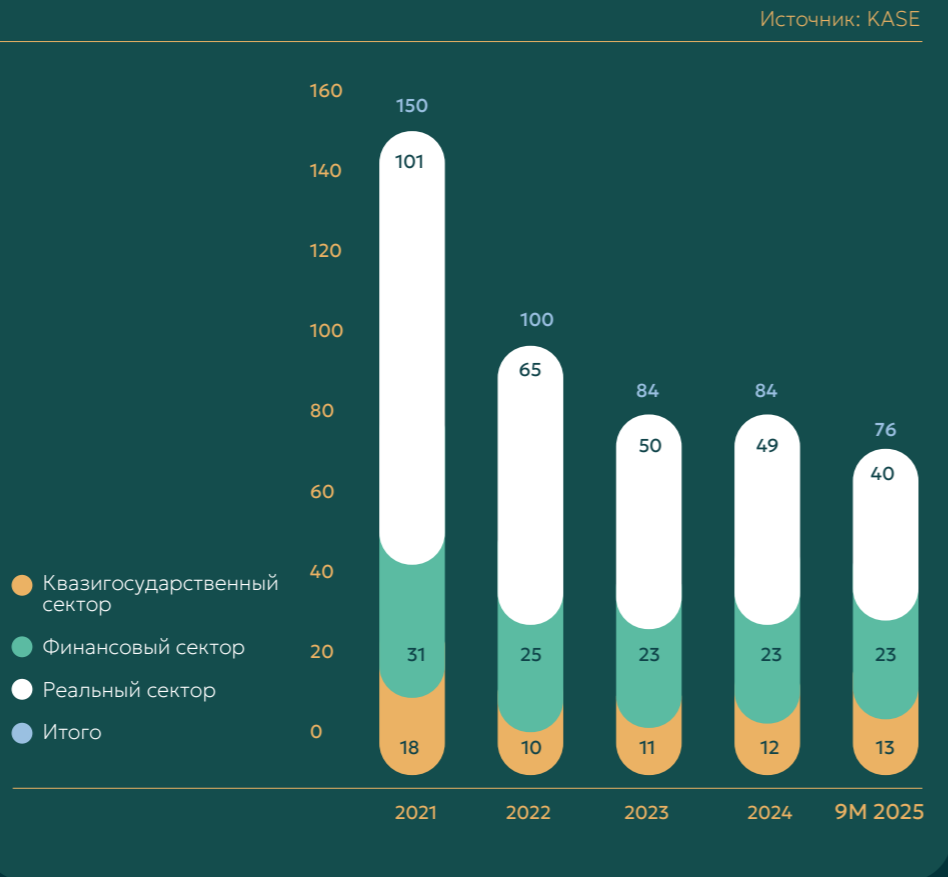
3. ОБЗОР РЫНКОВ КАПИТАЛА КАЗАХСТАНА

3.2.2

Рисунок 22.

Эмитенты акций по секторам экономики (KASE)

Распределение эмитентов акций по секторам на KASE смещено в сторону реального сектора, который на протяжении всего периода остается крупнейшей группой среди публичных компаний, несмотря на заметное сокращение их абсолютного числа после 2021 года.<sup>17</sup> Финансовый сектор формирует вторую по величине группу, однако его база эмитентов сокращалась в 2021-2023 годах, после чего стабилизировалась и не показала роста вплоть до 2025 года. Квазигосударственный сектор остаётся наименьшим по абсолютному количеству эмитентов, но при этом единственным, демонстрирующим постепенный и непрерывный рост их числа. В целом, изменения в секторальном составе обусловлены в основном сокращением в реальном секторе и постепенным пополнением квазигосударственных компаний.



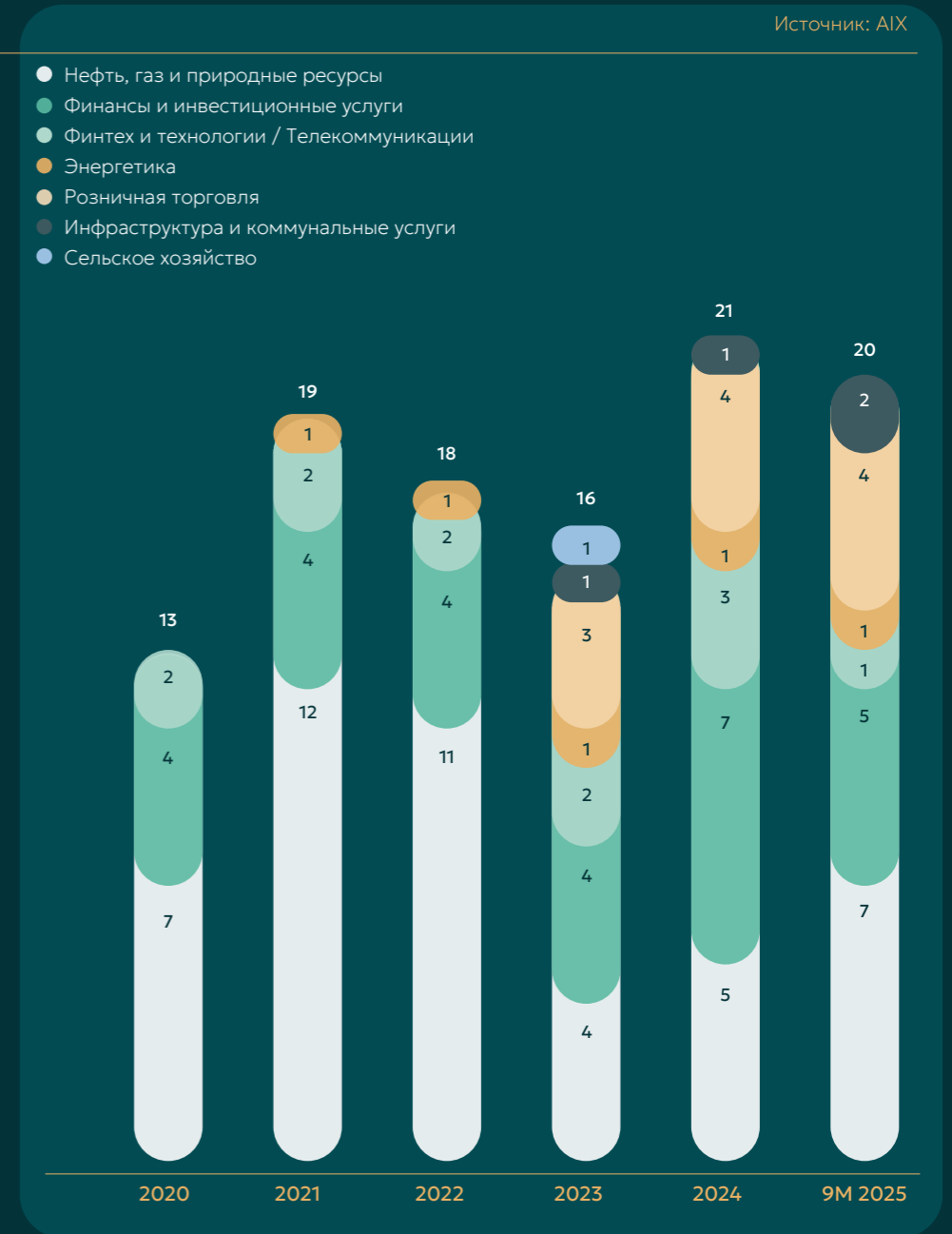
Сокращение числа листинговых эмитентов акций на KASE в 2022 году отражает не только рыночную динамику, но и изменение регуляторных стимулов для поддержания листинга. До введения новых критериев часть эмитентов могла сохранять листинг в том числе и для использования налоговых преимуществ. Постановление Правительства № 911 от 17 ноября 2022 года «Об установлении критериев торгуемости ценных бумаг на бирже» увязало применение налоговых льгот по дивидендам с минимальными требованиями к торгуемости ценных бумаг на AIX и/или KASE. В частности, для применения льгот должны соблюдаться следующие критерии:

- объем торгов - не менее 25 млн тенге за календарный месяц;
  - количество сделок - не менее 50 за календарный месяц.
- В результате часть формально листинговых, но недостаточно активно торгуемых эмитентов утратила экономический стимул к поддержанию биржевого статуса. Это привело к сокращению числа эмитентов, однако одновременно повысило качество листинговой базы с точки зрения фактической торгуемости и релевантности для инвесторов.

Рисунок 23.

Эмитенты акций по секторам экономики (AIX)

Общее число листинговых эмитентов акций на AIX постепенно увеличивалось в 2020-2024 годах, при этом рост был распределен между несколькими секторами и не был сосредоточен в одном направлении. На протяжении всего периода крупнейшую позицию занимал сектор «Нефть, газ и природные ресурсы», что отражает значимую роль сырьевых компаний в структуре рынка. Следующим по размеру был сектор «Финансовые и инвестиционные услуги», который сохранял относительно стабильное присутствие в рассматриваемый период. Остальные направления - «Финтех и технологии/телеком», «Электроэнергетика», «Розничная торговля», а также «Инфраструктура и коммунальные услуги» - по отдельности занимали меньшую долю, однако в совокупности формировали заметную часть общей базы эмитентов.



Несмотря на сохраняющуюся концентрацию рынка и неравномерное распределение ликвидности между отдельными эмитентами и сегментами, опыт последних лет показывает, что Казахстан сформировал институциональную основу для проведения крупных публичных размещений и привлечения значительного инвесторского спроса. Дальнейшая реализация приватизационных инициатив, возможные вторичные размещения

акций уже листинговых компаний и постепенное увеличение доли акций в свободном обращении могут способствовать росту глубины рынка, расширению базы инвесторов и повышению роли рынка акций в финансовой системе страны. В результате рынок акций постепенно переходит от исторически ограниченной роли к более активному и значимому сегменту рынка капитала Казахстана.

<sup>17</sup> Newsletter, 2025 by KASE

# ДОЛГОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ: КОРПОРАТИВНЫЕ И СУВЕРЕННЫЕ

Рынок долговых инструментов занимает центральное место в системе рынков капитала Казахстана, обеспечивая ориентиры для ценообразования, формирование кривой доходности в тенге и привлечение значительной части средне- и долгосрочного финансирования за пределами банковского кредитования. Развитие долгового рынка Казахстана опирается на две взаимодополняющие площадки - AIX и KASE, каждая из которых обслуживает разные сегменты эмитентов и инвесторов.

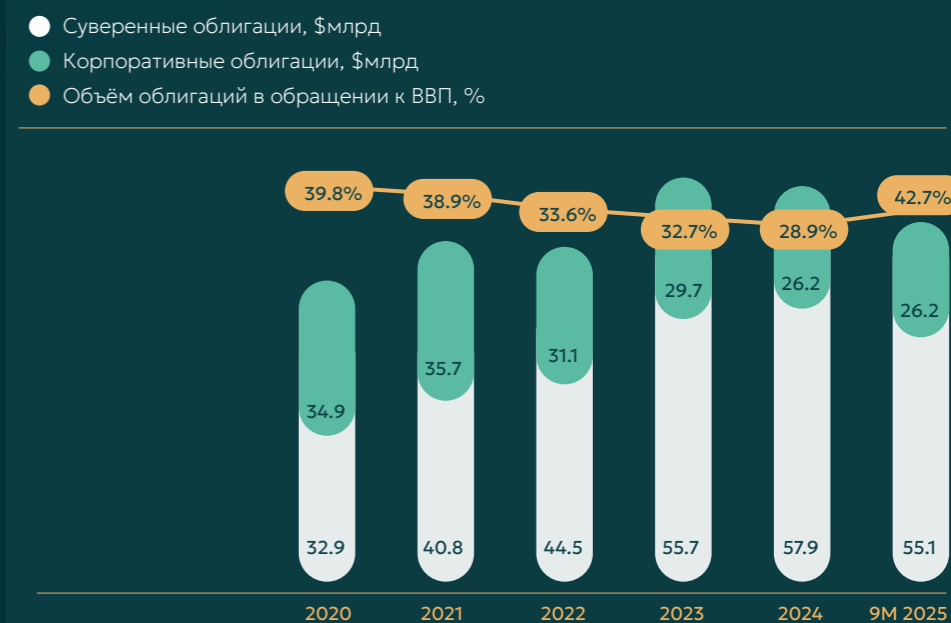
KASE выступает основной площадкой для размещения и обращения локальных облигаций в тенге, формируя внутренние ценовые ориентиры и поддерживая ликвидность на внутреннем долговом рынке. AIX, действующая в МФЦА, усиливает международное измерение долгового рынка Казахстана, предоставляя эмитентам более гибкие форматы размещения, включая мультивалютные выпуски и инструменты, ориентированные на международных инвесторов. В совокупности модель рынка долговых инструментов формирует единую экосистему с двумя путями выхода на рынок: один ориентирован на глубину локального рынка и формирование бенчмарков в тенге, другой - на международный доступ к капиталу, гибкие форматы размещения и более широкий охват инвесторов.

Рисунок 24.

## Обращающиеся облигации: корпоративные и суверенные

По состоянию на конец сентября 2025 года совокупный объем облигаций в обращении составил около 81,4 млрд. долларов США, что соответствует примерно 43% от ВВП. Структура рынка по региональным меркам развивающихся стран является относительно сбалансированной между государственным и корпоративным сегментами.

Источник: Министерство финансов Республики Казахстан, KASE, Бюро национальной статистики, анализ МФЦА.



3. ОБЗОР РЫНКОВ КАПИТАЛА КАЗАХСТАНА

# РЫНОК КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

3.3.1

## Размещение ценных бумаг и привлечение финансирования на первичном рынке

3.3.1.2

### Объём и глубина рынка

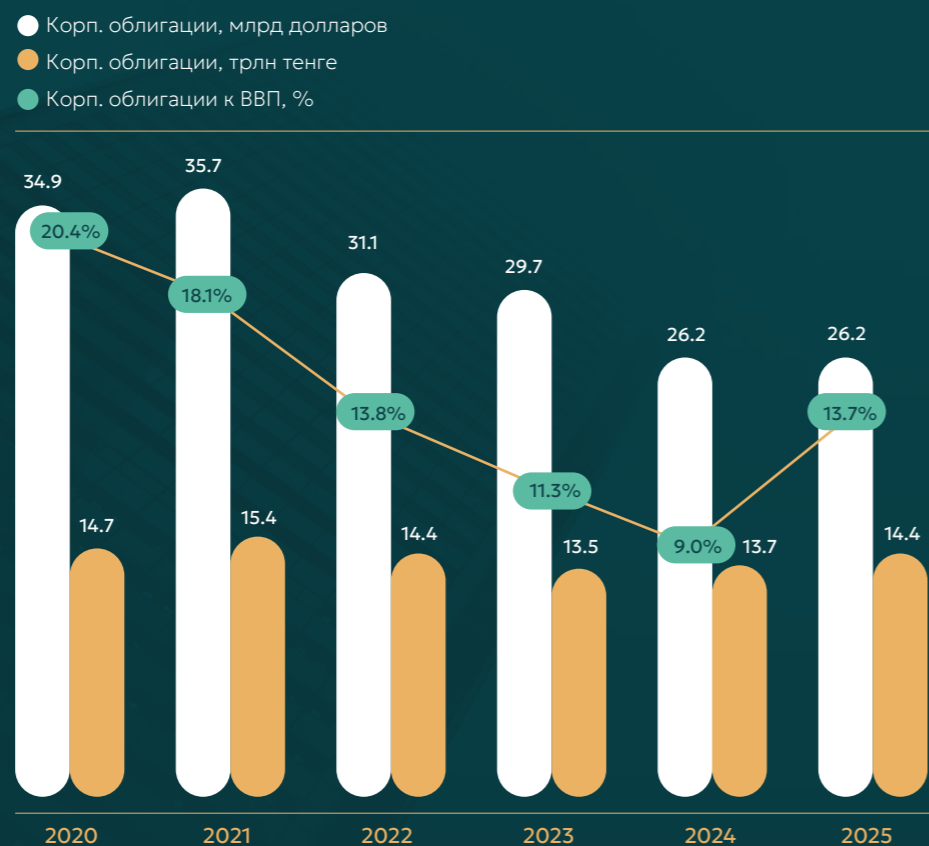
3.3.1.1

Рисунок 25.

#### Рынки корпоративных облигаций

Источник: KASE, Bureau of National Statistics, AIFC analysis

В 2024 году непогашенный объем корпоративного долга составил 26,2 млрд долларов США, снизившись на 11,9% в годовом выражении. Однако глубина рынка относительно экономики продолжала снижаться: отношение корпоративного долга к ВВП к концу 2024 года составило 9,0% по сравнению с 20,4% в 2020 году. **Это расхождение является важным сигналом: рынок растёт в номинальном выражении, но пока не набирает масштаб достаточно быстро, чтобы существенно увеличить роль рыночного корпоративного финансирования в экономике.**



\*Примечание: корпоративные облигации в обращении, выраженных в тенге, показали рост на 1,5% в годовом выражении с 13,5 трлн. тенге в 2023 году до 13,7 трлн. тенге в 2024 году.

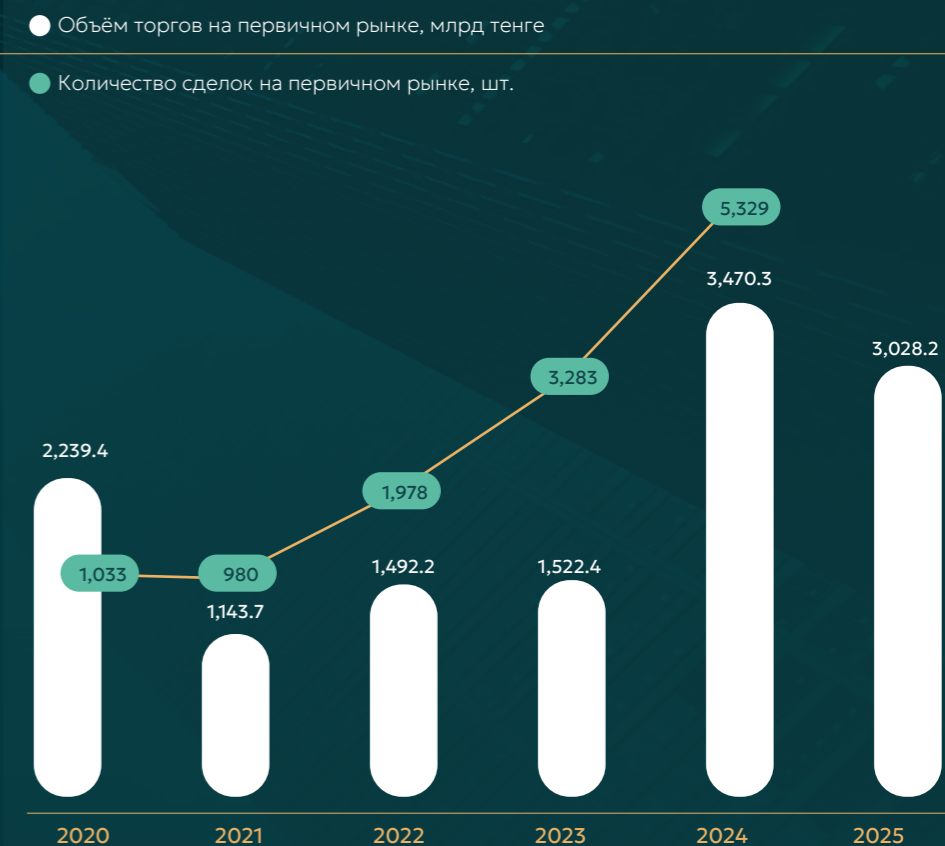
Динамика 2025 года указывает на стабилизацию рынка корпоративных облигаций после снижения в 2024 году. По состоянию на конец сентября 2025 года объем корпоративных облигаций в обращении составил 26,2 млрд долларов США, практически не изменившись относительно начала года. При этом объем облигаций в обращении, выраженный в тенге, увеличился на 5,1% - с 13,7 трлн. тенге на конец 2024 года до 14,4 трлн. тенге на конец сентября 2025 года.

Рисунок 26.

#### Объёмы торгов на первичных размещениях корпоративных облигаций, млрд. тенге

Источник: KASE

Активность на первичном рынке корпоративных облигаций выросла в 2024 году на фоне снижения инфляционного давления и более благоприятной динамики процентных ставок в течение года. На KASE было размещено 123 выпуска корпоративных облигаций от 59 эмитентов на общую сумму 3,5 трлн. тенге, что в 2,3 раза превышает показатель 2023 года. Это указывает на более активное использование облигаций как канала привлечения финансирования, особенно среди повторных эмитентов и компаний финансового сектора. Среди эмитентов корпоративных облигаций доминируют три группы как квазигосударственные структуры, микрофинансовые организации (МФО) и банки.



Структурная особенность заключается в том, что «больше выпусков» не всегда означает «больше глубины рынка». Рынок по-прежнему имеет тенденцию к фрагментации по множеству отдельных выпусков и программ, что может ограничивать ликвидность на вторичном рынке и эффективность ценового обнаружения, даже при высоких валовых объёмах размещений<sup>18</sup>.

<sup>18</sup> AsianBondsOnline - ADB

### Размещение ценных бумаг и привлечение финансирования на вторичном рынке

3.3.1.3

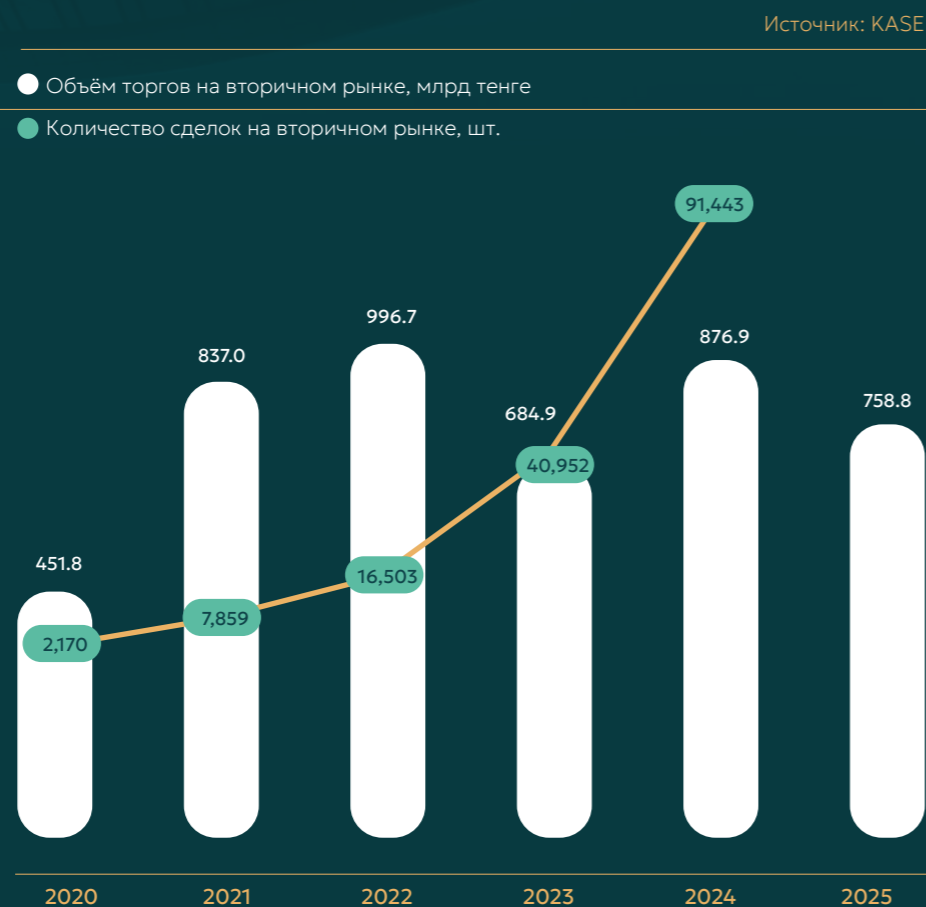
### Ликвидность вторичного рынка и торговая динамика

3.3.1.4

Рисунок 27.

Объёмы торгов на вторичном рынке корпоративных облигаций, млрд. тенге

Оборот на вторичном рынке корпоративных облигаций вырос на 31,9% и достиг 876,9 млрд. тенге в 2024 году. Активность также увеличилась по числу сделок: количество сделок с корпоративными облигациями более чем удвоилось и достигло 96 772, главным образом за счет роста вторичных торгов, где было совершено 91 443 сделки. В среднем в день заключалось 389 сделок, при среднем размере сделки около 44,9 млн тенге.



Источник: KASE

Рост ликвидности проявляется не только в увеличении оборота, но и в изменении характера торговой активности: рост количества сделок указывает на более частую торговлю и более широкое участие, тогда как средний размер сделки и уровень оборота свидетельствуют о том, что ликвидность все еще формируется и остается сконцентрированной в ограниченном круге выпусков.

Рисунок 28.

Источник: KASE

Размещения корпоративных облигаций на первичном рынке за первые девять месяцев 2025 года

ГРУППА ЭМИТЕНТОВ	ОСНОВНЫЕ ЭМИТЕНТЫ	ОБЪЁМ РАЗМЕЩЕНИЙ, 9М 2025 (МЛРД. ТЕНГЕ)	ДОХОДНОСТЬ, % ГОДОВЫХ (В ТЕНГЕ)	ДОХОДНОСТЬ, % ГОДОВЫХ (В ДОЛЛ. США)	СРОК РАЗМЕЩЕНИЙ (ЛЕТ)	ДОЛЯ В ОБЩЕМ ОБЪЁМЕ РАЗМЕЩЕНИЙ, %
КВАЗИГОСУДАРСТВЕННЫЕ КОМПАНИИ	Национальный управляющий холдинг «Байтерек», Банк развития Казахстана, Otbasu Bank, компании группы «Самрук-Казына», NITEC, Аграрная кредитная корпорация, Банк развития Казахстана/Казахстанская жилищная компания и связанные структуры	1,578.40	5.98–19.05	5.65	0.5–15.0	52.1
ФИНАНСОВЫЙ СЕКТОР	Bank CenterCredit, Halyk Bank, Home Credit Bank, CL Group, BI Development	181.4	13.61–20.00	4.5	0.8–15.0	6
МИКРОФИНАНСОВЫЕ ОРГАНИЗАЦИИ	“AgroBusiness KZ” CP LLP, “Lombard GoldFinMarket” LLP, “MFO Robocash.kz” LLP, Birinshi Lombard, R-Finance, Solva, TAS Group, KMF, Toyota Financial Services	76.3	16.75–23.00	10	1.0–10.0	2.5
РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР	Orbis Leasing, Jusan Mobile, TSSP, Marden Property, “Kazakhstan Aluminium Smelter” JSC, PRC-2 и другие корпоративные эмитенты	46	20.00–22.00	6.50–10.00	1.0–3.0	1.5

Доходности корпоративных облигаций в Казахстане формируются под влиянием денежно-кредитной политики Национального Банка, условий краткосрочного денежного рынка и кредитных спредов, зависящих от качества эмитента и структуры инструмента. В 2024 году индекс доходности корпоративных облигаций KASE (KASE\_BMY) снизился на 61 б.п. до 13,85%, что соответствовало замедлению инфляции и снижению процентных ставок относительно более ранних пиков. По состоянию на 30 сентября 2025 года индекс доходности достиг исторического максимума в 16,09%.

Рисунок 29.

Динамика индекса KASE\_BMY с начала 2020 года, %

По итогам девяти месяцев 2025 года доходность к погашению (YTM) по индексу корпоративных облигаций KASE (KASE\_BMY) составила 16,09%, что отражает более высокую доходную среду по сравнению с концом 2024 года.

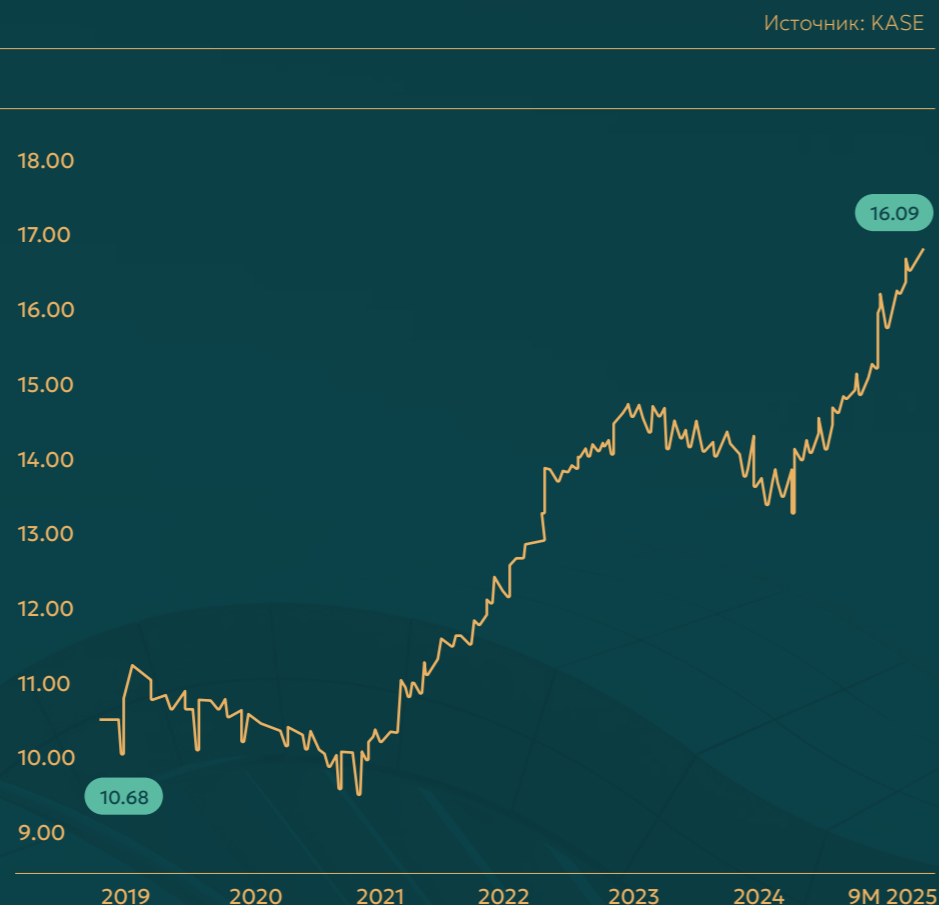
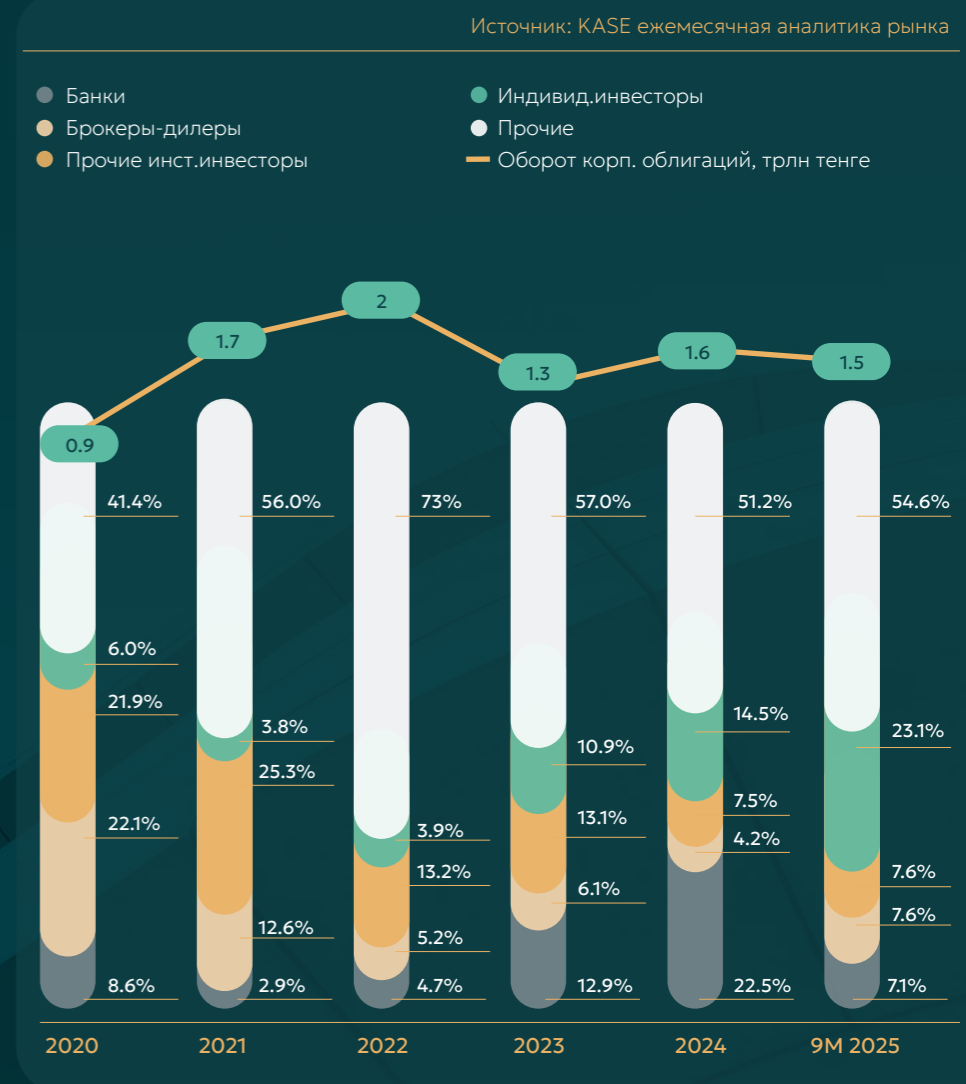


Рисунок 30.

Структура инвесторов по объёму оборота на вторичном рынке корпоративных облигаций, трлн. тенге

На вторичном рынке корпоративных облигаций совокупный оборот варьировался в диапазоне 0,9–2,0 трлн. тенге, достигнув пика в 2022 году. Среди идентифицированных участников рынка наиболее активными выступают банки и брокеры-дилеры, чьи доли заметно колебались на протяжении рассматриваемого периода. Участие индивидуальных инвесторов постепенно растёт: их доля увеличилась с 6,0% в 2020 году до 14,5% в 2024 году, что отражает общую тенденцию к расширению розничного доступа на рынок капитала<sup>19</sup>.



С практической точки зрения такой уровень доходностей сохраняет интерес эмитентов к выходу на рынок облигаций в случаях, когда банковское финансирование ограничено или требуется диверсификация сроков заимствования. Вместе с тем более высокий уровень доходностей может усложнить рефинансирование для менее устойчивых заемщиков, поскольку новый долг становится дороже. В таких условиях инвесторы, как правило, отдают предпочтение более надежным эмитентам и инструментам с коротким сроком до погашения.

<sup>19</sup> AsianBonds - ADB

Эта динамика соответствует более широкой тенденции роста розничного участия на рынке капитала. Развитие цифровых каналов доступа к брокерским услугам, упрощение процедур и расширение списка листинговых ценных бумаг делают облигации более доступными для частных инвесторов, хотя их активность по-прежнему в большей степени сосредоточена в бумагах более узнаваемых эмитентов.

## База инвесторов и структура спроса

3.3.1.6

Рисунок 31.

### Привлечённый долговой капитал на АИХ, млрд. долл. США

Динамика привлеченного долгового капитала на АИХ демонстрирует устойчивое расширение долгового сегмента биржи. После умеренных объемов в 2020-2022 годах, когда показатель находился в диапазоне 0,1-0,7 млрд долларов США, а уже за девять месяцев 2025 года достиг 3,2 млрд долларов США. Совокупный объем облигаций, включенных в список биржи, составляет 7,5 млрд. долл. США.<sup>20</sup>

Источник: AIFC Capital Markets Monthly Overview

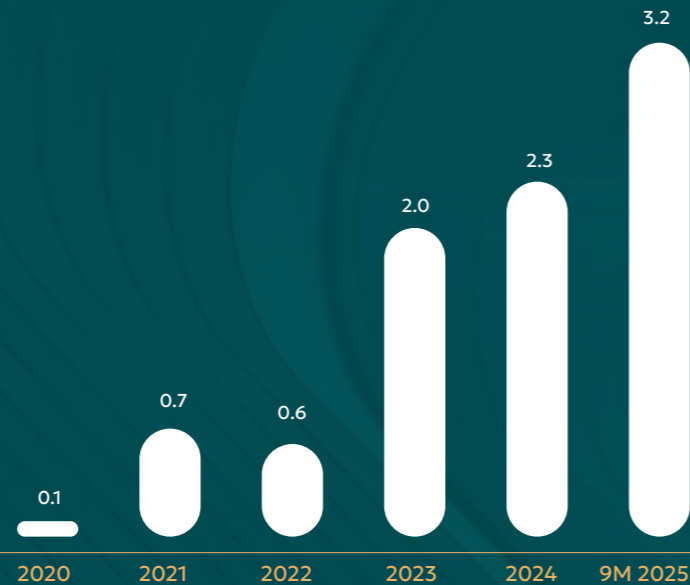
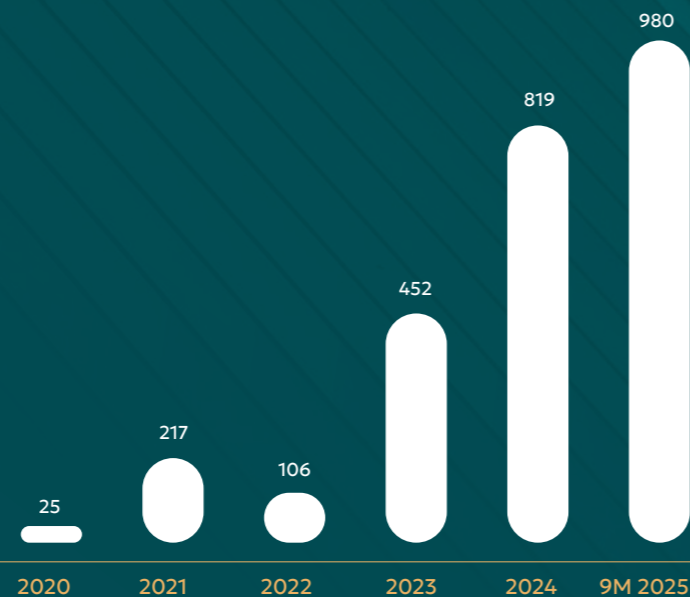


Рисунок 32.

### Объём торгов долговыми инструментами, млн. долл. США

В 2023-2025 годах на АИХ наблюдается заметный рост торгов долговыми инструментами. За девять месяцев 2025 года показатель составил 980 млн долл. США. Данная динамика отражает рост оборота торгов долговыми инструментами на АИХ.

Источник: AIFC Capital Markets Monthly Overview



**В рамках этой модели KASE и АИХ выполняют взаимодополняющие функции. KASE ориентирована на локальный рынок облигаций в тенге и внутреннюю ликвидность, тогда как АИХ расширяет доступ к международному капиталу, гибким форматам размещения и более широкому кругу инвесторов. Вместе эти площадки расширяют возможности эмитентов по привлечению финансирования на рынке капитала.**

Рынок корпоративных облигаций Казахстана формируется в условиях функционирования двух биржевых площадок. KASE - площадка для размещения корпоративных облигаций в тенге и концентрации внутренней рыночной ликвидности. АИХ<sup>20</sup> дополняет эту структуру, предлагая международно признанную рыночную инфраструктуру и продуктовую линейку, включающую как классические, так и тематические долговые инструменты.

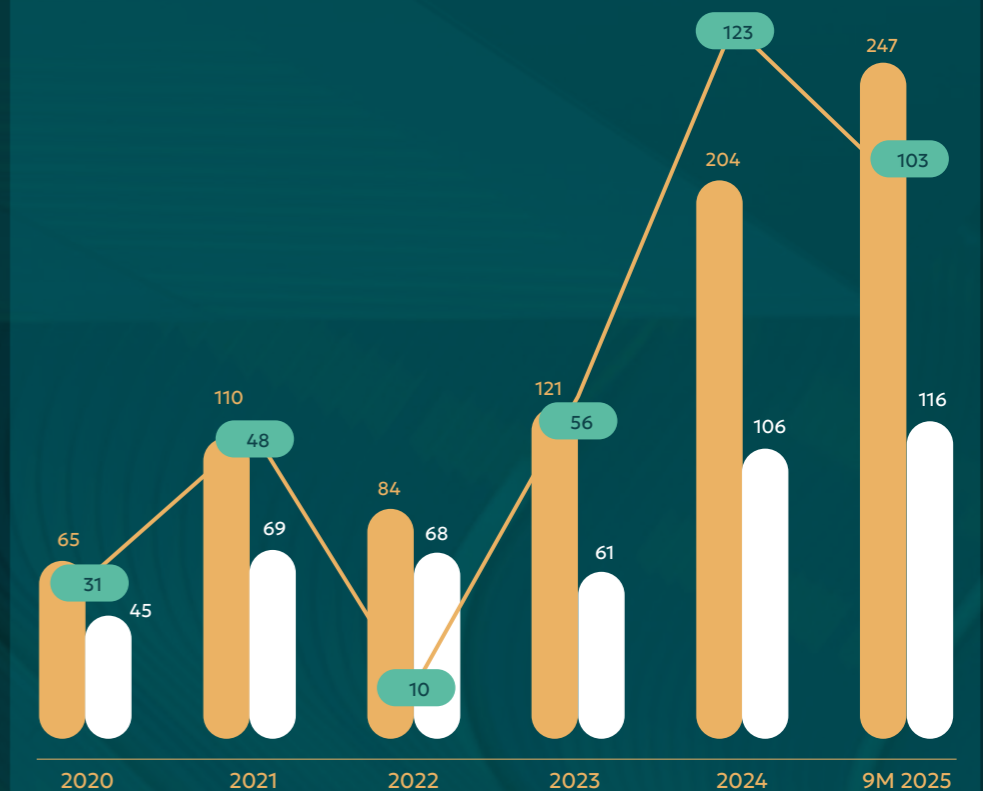
Рисунок 33.

### Листинг долговых инструментов и эмитенты на АИХ

Развитие долгового сегмента АИХ показывает, что роль площадки на рынке долговых инструментов расширяется. В 2020 году на АИХ было 65 листингов долговых инструментов и 45 эмитентов. После снижения количества новых выпусков в 2022 году активность начала расти с 2023 года, чему способствовали запуск Программы управления ликвидностью и расширение тематических инструментов. В 2024 году рынок достиг рекордного уровня - 123 новых выпуска. К концу 9 месяцев 2025 года долговой сегмент АИХ увеличился до 247 листингов и 116 эмитентов. Такой рост также отражает более активное использование правовой системы МФЦА на основе английского общего права со стороны эмитентов, включая квазигосударственные структуры, финансовые институты и микрофинансовые организации, для привлечения капитала в форматах, доступ к которым на KASE был ограничен.

Источник: AIFC Capital Markets Monthly Overview

- Количество долговых инструментов в листинге
- Количество эмитентов долговых инструментов
- Количество новых выпусков долговых инструментов



## Ограничения и приоритеты развития

3.3.1.7

Ограничения в большей степени связаны не с краткосрочной конъюнктурой, а с особенностями его текущей структуры. Анализ указывает на несколько ключевых факторов: сравнительно ограниченный объем привлечения капитала частными нефинансовыми компаниями; разрыв между аппетитом к риску у институциональных инвесторов и

кредитным качеством многих частных эмитентов; наличие субсидируемых каналов финансирования, которые могут снижать стимулы компаний к выходу на рынок облигаций; высокая стоимость получения международных кредитных рейтингов; а также все еще формирующиеся регулирование и инфраструктура для секьюритизации (выпуска ценных бумаг, обеспеченных пулом активов).

Действенными могут быть меры, которые позволят более широкому кругу компаний регулярно выходить на рынок облигаций. К ним относятся снижение транзакционных издержек, связанных с подготовкой документации, получением рейтингов и раскрытием информации, а также повышение прозрачности вторичного рынка за счет более регулярных торгов, котировок и раскрытия информации о ценах сделок.

3. ОБЗОР РЫНКОВ КАПИТАЛА КАЗАХСТАНА

## РЫНОК ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ

3.3.2

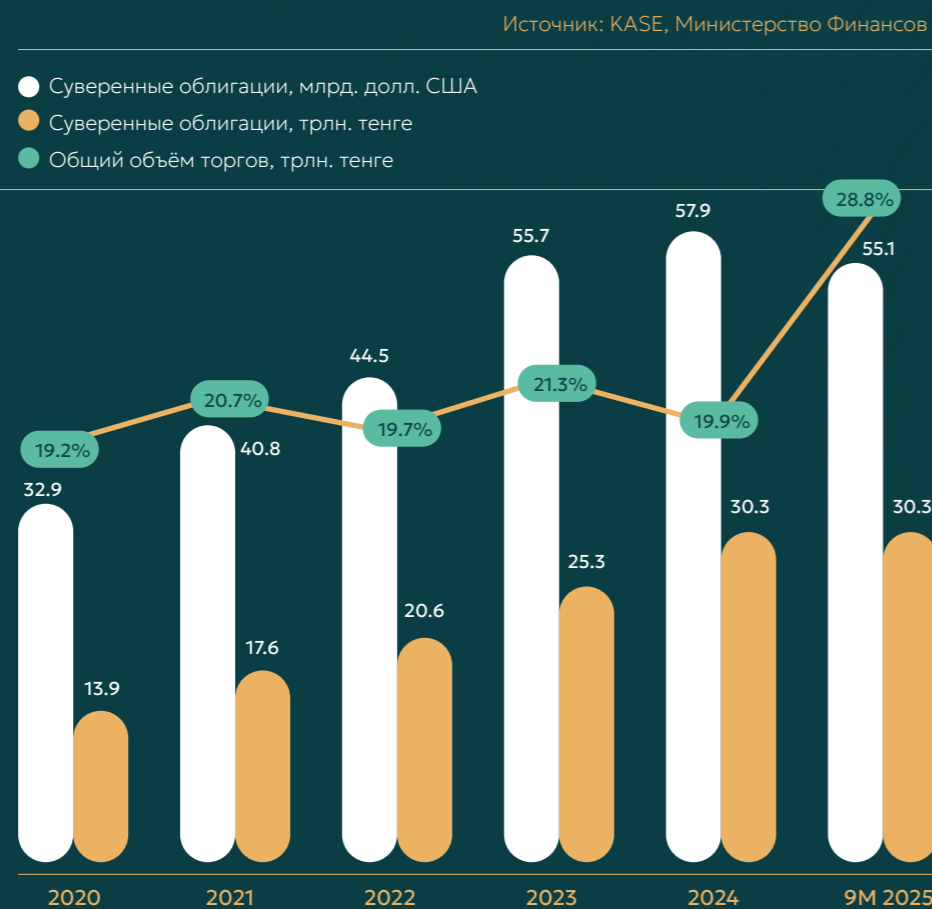
Рынок государственных ценных бумаг Казахстана формирует базовые ориентиры доходности в тенге и поддерживает ликвидность внутреннего долгового рынка. Через инструменты, выпускаемые Министерством финансов, они служат каналом бюджетного финансирования и формируют ориентиры доходности в национальной валюте, которые используются при оценке корпоративных выпусков. Этот рынок также играет важную роль в операциях РЕПО и обеспеченном фондировании. Отдельную функцию выполняют краткосрочные ноты Национального Банка, которые используются для управления ликвидностью и условиями на денежном рынке.

### Масштаб и активность рынка

3.3.2.1

Рисунок 34.

Рынок государственных ценных бумаг, выраженных в долларах и в тенге



По состоянию на конец третьего квартала 2025 года номинальный объем государственных долговых инструментов на внутренней бирже достиг 55,9 трлн. тенге.

Рисунок 35.

Объем торгов государственными ценными бумагами на первичном и вторичном рынках, трлн. тенге

Объем торгов за 9 месяцев 2025 года составил 6,8 трлн. тенге, практически не изменившись в годовом выражении (-0,2%). На первичный рынок пришлось 5,3 трлн. тенге, а на вторичный — 1,5 трлн. тенге, при этом объёмы на вторичном рынке выросли на 5,4% в годовом исчислении.

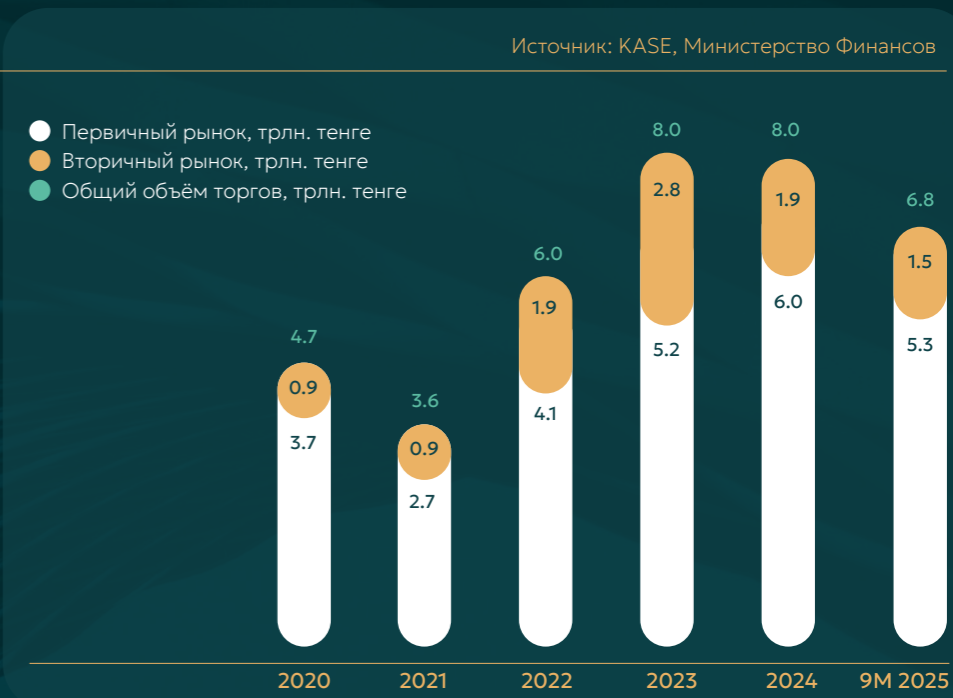
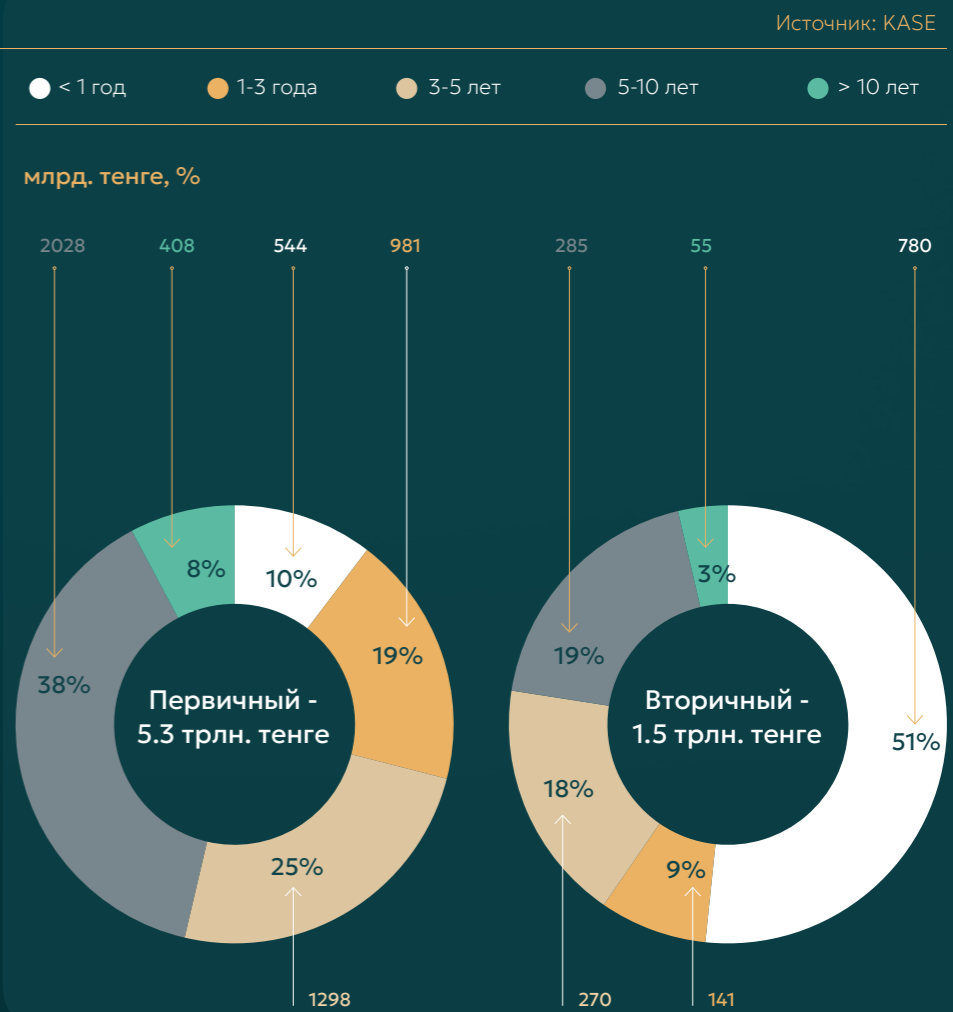


Рисунок 36.

Структура объёмов торгов государственными ценными бумагами на первичном и вторичном рынках по срокам погашения, за 9 месяцев 2025 года

Такая структура отражает преобладание инвесторов, ориентированных на стратегию покупки и удержания облигаций до погашения. Она поддерживает устойчивый спрос на первичные размещения, однако не всегда способствует активной торговле отдельными выпусками облигаций на вторичном рынке.



## Инвесторская база и участие иностранного капитала

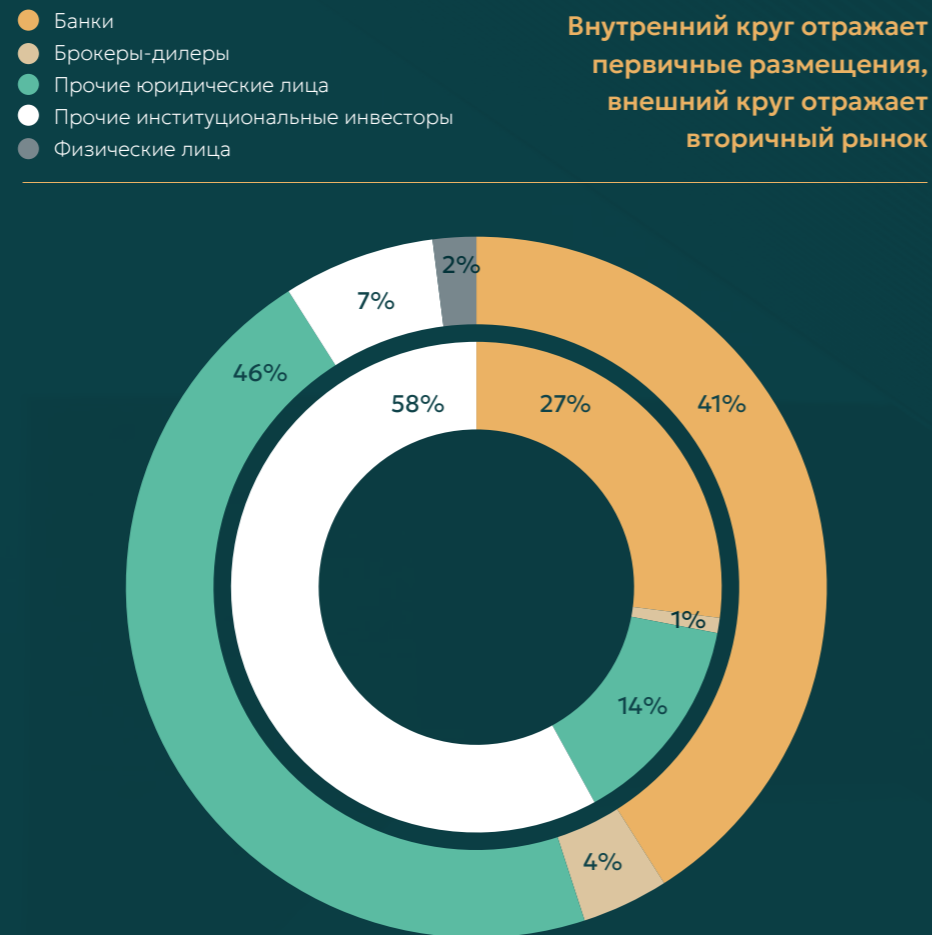
3.3.2.2

Рисунок 37.

Структура объёма торгов государственными ценными бумагами по типам инвесторов на первичном и вторичном рынках, по состоянию на сентябрь 2025 года

За девять месяцев 2025 года на банки пришлось 27% активности на первичном рынке, тогда как категория «прочие институциональные инвесторы» сформировала 58%. Участие розничных инвесторов оставалось незначительным: доля физических лиц составила менее 0,1%. На вторичном рынке доля банков выросла до 41%, а на категорию «прочие юридические лица» пришлось 46%. Нерезиденты обеспечили 23% оборота на вторичном рынке.

Источник: KASE



Такая структура инвесторской базы позволяет выделить два ключевых наблюдения для рынка.

1

Внутренние институциональные инвесторы, особенно долгосрочные сберегательные фонды, остаются стабилизирующей основой спроса.

2

Участие иностранных инвесторов оказывает заметное влияние на вторичные торги, что может способствовать более точному ценообразованию по выпускам с ключевыми сроками обращения. Вместе с тем иностранные инвесторы, как правило, более чувствительны к ожиданиям по обменному курсу, глобальному аппетиту к риску, а также удобству доступа к расчетам и инструментам хеджирования.

## Структура внутреннего рынка государственных ценных бумаг

3.3.2.3

Рынок облигаций в национальной валюте (НВ) остаётся основной площадкой для финансирования госбюджета и управления ликвидностью. Он функционирует на Казахстанской фондовой бирже (KASE).

### Министерство финансов (фискальные эмиссии)

Инструменты: МЕККАМ краткосрочные государственные ценные бумаги со сроком до 1 года, МЕОКАМ реднесрочные государственные ценные бумаги со сроком 1–5 лет, МЕУКАМ долгосрочные государственные ценные бумаги со сроком более 5 лет.

Уровень доходностей: Повышение Национальным банком базовой ставки до 18,00% в октябре 2025 года подняло краткосрочные доходности до диапазона 16,0–17,0%. Это повышает стоимость заимствований для Министерства финансов, но одновременно делает государственные ценные бумаги более привлекательными для инвесторов с точки зрения номинальной доходности, поддерживая спрос со стороны банков.

### Национальный банк Казахстана (монетарные эмиссии)

Ноты НБК: Краткосрочные инструменты денежно-кредитной политики НБК (сроком от 7 до 364 дней), используемые для регулирования избыточной ликвидности, выраженной в тенге. Ноты НБК относятся к наиболее ликвидным инструментам внутреннего рынка и активно используются коммерческими банками для управления ликвидностью.

## 4 Внешние суверенные заимствования и ориентиры доходности

3.3.2.4

Выпуск облигаций в твёрдой валюте предоставляет внешний ценовой ориентир и расширяет инвесторскую базу. **24 июня 2025 года** Казахстан разместил суверенные еврооблигации на сумму **2,5 млрд. долларов США**. Размещение было разделено на **семилетний транш в 1,35 млрд. долларов (купон 5,0%)** и **двенадцатилетний транш в 1,15 млрд. долларов США (купон 5,5%)<sup>21</sup>**. Это дополняет фондирование в тенге,

расширяя долларовую кривую доходности государства и создавая более четкий ориентир по спредам для облигаций госкомпаний и банков.

Кредитные основы сохраняют благоприятные условия для доступа на рынок. В июле 2025 года агентство Fitch подтвердило рейтинг Казахстана на уровне **BBB со «Стабильным»** прогнозом<sup>22</sup>.

<sup>21</sup> Ministry of Finance of the Republic of Kazakhstan

<sup>22</sup> Fitch Ratings

3. ОБЗОР РЫНКОВ КАПИТАЛА КАЗАХСТАНА

3.3.2

**Доходности государственных облигаций и кривая доходности**

3.3.2.5

В 2025 году уровень доходностей отражал условия повышенных ставок и сохраняющееся инфляционное давление. 29 августа 2025 года Национальный Банк сохранил **базовую ставку на уровне 16,5% с процентным коридором +/- 1,0 п.п.**<sup>23</sup> По официальной статистике, инфляция в сентябре 2025 года составила **12,9% в годовом выражении**<sup>24</sup>.

<sup>23</sup> National Bank of the Republic of Kazakhstan

<sup>24</sup> National Bureau of Statistics

На этом фоне наблюдаемый диапазон доходностей на рынке внутренних государственных облигаций (по состоянию на начало октября 2025 года) был широким:

**Краткосрочные облигации центрального банка:**

первичный рынок 13,00%–16,70%,  
вторичный рынок 13,74%–16,50%

**Купонные облигации Минфина (МЕКАМ):**

первичный рынок 11,98%–17,15%,  
вторичный рынок 11,50%–17,94%

Такой диапазон доходностей частично отражает различия в сроках погашения, уровень ликвидности отдельных выпусков, а также изменения в ожиданиях относительно дальнейшей траектории денежно-кредитной политики.

Для Казахстана такая форма кривой может иметь несколько важных рыночных сигналов:

1

**Влияние базовой ставки.**

Высокий уровень базовой ставки сохраняет влияние на короткий конец кривой доходности, поддерживая доходности краткосрочных инструментов на повышенном уровне.

2

**Премия за срок.**

Относительно ограниченная премия за более длинные сроки может указывать на ожидания последующего смягчения денежно-кредитной политики либо на устойчивый спрос со стороны структурных держателей, включая пенсионные и страховые фонды.

3

**Роль ликвидности.**

Доходности наиболее ликвидных выпусков, включая бенчмарк-инструменты, могут отличаться от доходностей менее ликвидных бумаг, что влияет на наблюдаемый диапазон доходностей по рынку.

**Форма кривой и её сигналы**

Рисунок 38.

**Кривая доходности государственных облигаций на аукционах**

Доходности на аукционах в основном находились в диапазоне **14,1%–16,87%**, при этом около 50% **выпусков 2025 года** были сосредоточены в бумагах со сроком погашения **до 5 лет**. Это соответствует предпочтению инвесторов в пользу более короткой дюрации в условиях неопределенности с будущим уровнем базовой ставки.

Источник: National Bank of Kazakhstan



**Почему это важно для рынка капитала в целом**

**Для бюджетной стратегии:**

при высоком уровне ставок удлинение срока заимствований становится более затратным для эмитента. Это может поддерживать интерес к размещению более коротких инструментов, одновременно сохраняя необходимость управления риском рефинансирования.

**Для корпоративного рынка:**

государственная кривая доходности формирует базовый ориентир для оценки корпоративных спредов. При ограниченной премии за срок компании могут иметь меньше стимулов к выпуску долгосрочных облигаций, если инвесторы не получают дополнительную компенсацию за кредитный и дюрационный риск.

**Для поведения инвесторов:**

Высокий уровень ставок на коротком конце кривой поддерживает интерес к краткосрочным инструментам. При этом решения об увеличении дюрации становятся более чувствительными к инфляционным данным, ожиданиям по базовой ставке и заявлениям регулятора, что может повышать волатильность кривой в периоды публикации макроэкономических данных и заседаний Национального Банка по денежно-кредитной политике.

## Структурные изменения и реформы

## 3.3.2.6

Совет по управлению  
госдолгом:

В конце 2025 года правительство учредило **Совет по управлению государственным долгом**<sup>25</sup>. Этот межведомственный орган (Министерство финансов, Национальный банк, Министерство национальной экономики) обеспечивает лучшую координацию календарей эмиссий.

Международные  
расчёты:

Рынок продолжает использовать возможности расчётных связей через Clearstream (через Citibank Kazakhstan). Это позволяет иностранным инвесторам торговать местными государственными облигациями (MEUKAM) без полного создания инфраструктуры у местных брокеров. Данный фактор является ключевым для поддержания доли нерезидентов на уровне около 10% несмотря на глобальную волатильность.

## Прогноз на 2026 год

## Динамика рейтингов:

Установленный S&P «Позитивный» прогноз указывает на возможность повышения рейтинга до BBB в следующие 12 месяцев при условии соблюдения бюджетной дисциплины<sup>26</sup>.

## Что формирует динамику рынка

## 3.3.3.1

Формирование рынка зелёных и ESG-облигаций в Казахстане является частью стратегического курса на низкоуглеродный рост и повышение прозрачности в области устойчивого развития. Ключевой основой служит обязательство страны достичь углеродной нейтральности к 2060 году и последующее утверждение национальной стратегии для выполнения этой цели.

В то время как сегмент государственных ценных бумаг служит опорой всего рынка капитала, сегмент «зеленых» и ESG-инструментов (экологических, социальных и управленческих) представляет собой формирующуюся нишу в

финансовом ландшафте Казахстана. По состоянию на сентябрь 2025 года объём обращающихся ESG-долговых инструментов превысил 1,2 трлн. тенге. Основными драйверами роста выступают квазигосударственные компании и международные финансовые институты (МФИ)<sup>27</sup>.

Развитие зеленого финансирования в Казахстане поддерживается формирующейся регуляторной и методологической базой. Важным элементом этой системы стала Зеленая таксономия Казахстана, утвержденная в 2021 году, которая определяет критерии отнесения проектов к зеленым и способствует более единообразной отчетности

эмитентов об использовании привлеченных средств. Таксономия учитывает международные подходы, включая принципы CBI и ICMA, что повышает сопоставимость инструментов для международных инвесторов и снижает риски («зелёного камуфляжа») greenwashing.

Последовательный политический курс в области устойчивого финансирования также отражается в развитии таксономии зеленых проектов и создании более понятных ориентиров для эмитентов, инвесторов и финансовых институтов<sup>28</sup>.

Практической особенностью казахстанского подхода является сочетание регуляторной базы с мерами стимулирования выпуска зеленых инструментов. В стране предусмотрены механизмы поддержки, включая субсидирование финансирования зеленых проектов, поддержку купонных выплат и предоставление гарантий по зеленым облигациям. Эти меры направлены на улучшение условий для эмитентов и расширение предложения зеленых финансовых инструментов на рынке.

<sup>25</sup> Kazakhstan Launches State Debt Management Council

<sup>26</sup> National Bank of Kazakhstan - S&P Global Ratings international rating agency revised its outlook for Kazakhstan to positive

<sup>27</sup> KASE – Performance overview in 9M 2025

<sup>28</sup> Climate Laws

## Регулирование и рыночная инфраструктура: формирование стандартов зеленого и ESG-финансирования

### 3.3.3.2

Правила выпуска зеленых и ESG-долговых инструментов в Казахстане выстроены с учетом международных принципов и признанных рыночных стандартов. В рамках AIFC категория «ESG-облигации» охватывает не только зелёные облигации, но и социальные, облигации устойчивого развития, облигации, привязанные к показателям устойчивого развития, переходные и голубые инструменты, с явным указанием на необходимость соответствия широко применяемым стандартам (принципы и руководства

ICMA, Climate Bonds Standard, а также признанные таксономии, включая Зелёную таксономию Казахстана). Это важно для укрепления доверия инвесторов, поскольку снижает «риск маркировки» и делает локальные выпуски более сопоставимыми с международными рынками устойчивых облигаций.

Для поддержания прозрачности рынка и формирования бенчмарков внутренняя биржа ввела специальные индексы ESG-облигаций и

индикаторы доходности, начиная с октября 2024 года<sup>30</sup>. Даже если инвестирование на основе индексов на местном рынке пока находится на ранней стадии, эти инструменты важны, поскольку они делают результаты измеримыми и помогают институциональным инвесторам формализовать свои инвестиционные мандаты.

<sup>29</sup> AIFC

<sup>30</sup> KASE

## Рост выпусков: расширение рынка с относительно небольшой базы

### 3.3.3.3

Рост рынка в абсолютном выражении был быстрым, хотя начинался с относительно небольшой базы по сравнению с общим объемом рынка облигаций. Согласно материалам «Путеводителя по рынку облигаций Казахстана», подготовленным для Азиатского форума рынков облигаций, **объём выпущенных ESG-облигаций в 2024 году вырос в 2,2 раза, достигнув 1,6 млрд. долларов США, а количество выпусков увеличилось в 1,4 раза до 31<sup>31</sup>.**

Для контекста: глобальный рынок инструментов устойчивого финансирования стал крупным и более стандартизированным, при этом зелёные инструменты формируют его крупнейший сегмент. Это повышает значимость соответствия международным принципам и достоверной отчетности для привлечения трансграничного спроса<sup>32</sup>.

### Качество рынка: достоверность, отчётность и спрос инвесторов

Следующий этап развития связан не столько с увеличением количества инструментов с ESG-маркировкой, сколько с повышением качества рынка:



**Внешняя оценка и дисциплина отчетности.** Инвесторы обычно ожидают четкого порядка использования средств, соответствия проектов таксономии и постэмиссионной отчетности. Казахстанская система ориентирует эмитентов на признанные стандарты и таксономии. При этом доверие к рынку будет все больше зависеть от последовательного раскрытия информации о распределении средств и их воздействии на уровне каждого эмитента.

**Проектная база для новых выпусков.** Таксономия и действующие механизмы поддержки помогают формировать предложение, однако для масштабирования рынка необходима более широкая база проектов, которые могут привлекать финансирование через рынки капитала, а не только через субсидируемые банковские каналы.

## 3. ОБЗОР РЫНКОВ КАПИТАЛА КАЗАХСТАНА

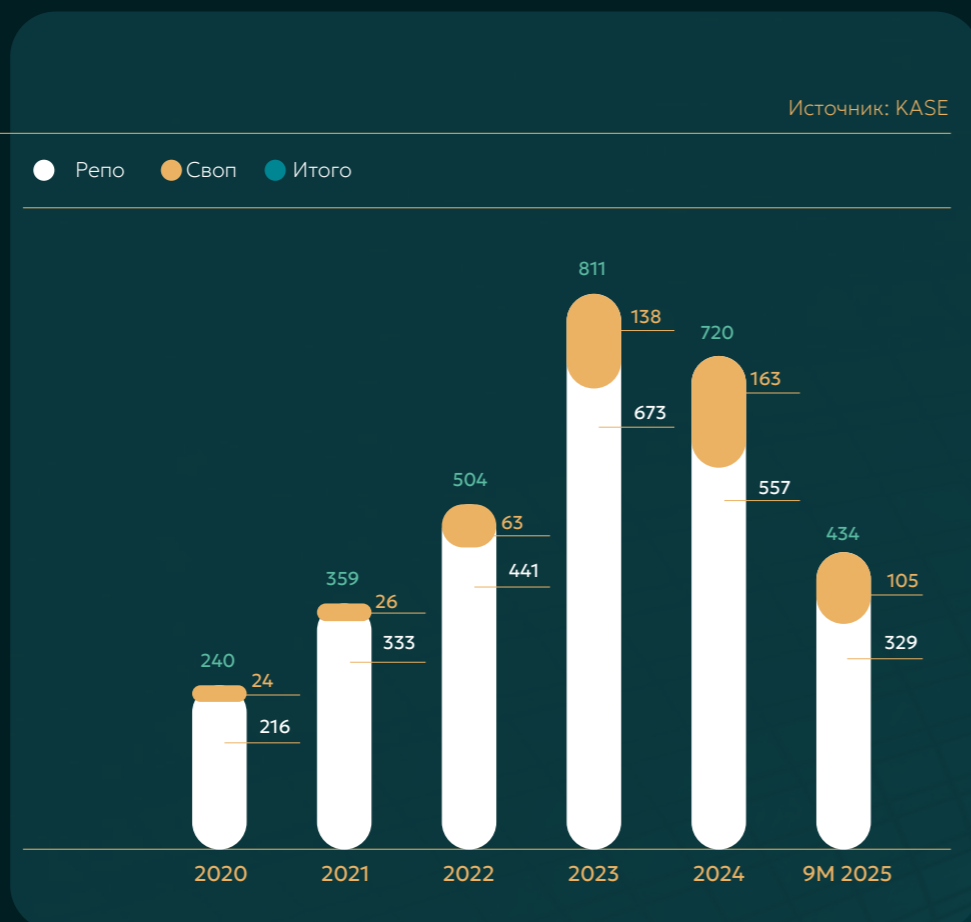
# ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК 3.4

Денежный рынок Казахстана является ключевым сегментом для управления краткосрочной ликвидностью в финансовой системе. Он позволяет банкам и другим финансовым организациям привлекать и размещать средства на короткие сроки, преимущественно через сделки РЕПО и валютные свопы, а также играет важную роль в трансмиссии денежно-кредитной политики. Операции на денежном рынке в значительной степени обеспечены государственными ценными бумагами и инструментами Национального Банка.

Рисунок 39.

Объем операций РЕПО и валютных свопов на KASE, млрд. долл. США

Денежный рынок остается крупнейшим сегментом по объему торгов на KASE. В 2024 году его общий оборот составил около 720,3 млрд. долл. США, или 338,1 трлн. тенге, что ниже уровня предыдущего года. По данным KASE, снижение было связано с более умеренной потребностью в краткосрочной ликвидности на фоне замедления инфляции и снижения базовой ставки в первой половине года.



Сделки РЕПО являются основным инструментом операций на денежном рынке<sup>35</sup>. В 2024 году общий оборот по операциям РЕПО достиг около 557,2 млрд. долл. США, или 261,6 трлн. тенге, составив основную часть торгов на денежном рынке. Среднедневной объем операций составил около 2,24 млрд. долл. США, или 1,05 трлн. тенге. 74,1% операций РЕПО проводились через автоматические сделки, обеспеченные государственными ценными бумагами, а ещё 25,7% были обеспечены ценными бумагами центрального банка.

Наряду с РЕПО, операции валютных свопов представляют собой важный компонент краткосрочного фондирования. В 2024 году объем торгов валютными свопами вырос до около 163,1 млрд. долл. США, или 76,5 трлн. тенге. Рост активности в этом сегменте на фоне снижения оборота РЕПО указывает на перераспределение операций между ключевыми инструментами денежного рынка, а не на снижение его роли в финансовой системе.

За 9 месяцев 2025 года оборот денежного рынка составил около 434,0 млрд. долл. США, или 232,6 трлн. тенге, продолжив снижение в

годовом выражении. В этот период Национальный Банк удерживал базовую ставку на уровне 16,50% в рамках политики, ориентированной на поддержание ценовой стабильности, что отражалось на стоимости краткосрочного фондирования. Оборот по операциям РЕПО за 9 месяцев 2025 года снизился до около 329,3 млрд. долл. США, или 176,5 трлн. тенге, тогда как оборот валютных свопов составил около 104,7 млрд. долл. США, или 56,1 трлн. тенге, что было несколько ниже уровня аналогичного периода предыдущего года<sup>34</sup>.

В целом, динамика денежного рынка в 2024-2025 годах показывает, что изменения объема торгов в этом сегменте в первую очередь отражают потребность участников в краткосрочной ликвидности и параметры денежно-кредитной политики, а не изменение аппетита к риску или глубины рынка капитала. Несмотря на значительный объем торгов, денежный рынок прежде всего выполняет функцию управления ликвидностью и поддержания финансовой стабильности, а не долгосрочного формирования капитала, что отличает его от рынка акций и облигаций.

<sup>35</sup> KASE annual report, 2024<sup>34</sup> KASE announces exchange market results for Q3 and nine months of 2025

## 3. ОБЗОР РЫНКОВ КАПИТАЛА КАЗАХСТАНА

РОЗНИЧНЫЕ  
ИНВЕСТОРЫ

3.5

Участие розничных инвесторов стало более заметным фактором развития рынка капитала Казахстана, чему способствовали упрощение цифрового доступа к биржевой инфраструктуре и расширение инвестиционных возможностей на KASE и AIX. По состоянию на конец сентября 2025 года количество клиентских брокерских счетов достигло 4,62 млн в KCSД и 2,17 млн в AIX CSD. Эти показатели не следует суммировать, поскольку они отражают количество счетов, а не уникальных инвесторов, и могут включать пересечения между платформами.

Модель участия инвесторов на рынке все больше приобретает платформенный характер: омнибус-счета составляют более 80% всех счетов, что отражает рост доступа через цифровые платформы (мобильные приложения), брокерские приложения и низкие минимальные пороги входа. В то же время сегрегированные субсчета, количество которых составляет около 695,3 тыс., в большей степени характерны для более опытных и активных инвесторов.

Розничные инвесторы стали заметным фактором биржевой ликвидности, особенно на рынке акций. В 2024 году физические лица обеспечили 62,1% общего оборота на вторичном рынке акций, а за 9 месяцев 2025 года их доля составила 55,2%. При этом количество сделок с акциями выросло с около 3,6 млн в 2024 году до около 4,5 млн за 9 месяцев 2025 года.

Это имеет структурное значение для рынка: ценообразование и ликвидность по ключевым листинговым бумагам все в большей степени поддерживаются активностью внутренних розничных инвесторов, дополняя традиционную роль институциональных и иностранных участников.

Инвесторская база становится шире, однако распределение активов остается концентрированным. Данные по субсчетам KCSД показывают относительно сбалансированную структуру по количеству счетов: в первом полугодии 2025 года на мужчин приходилось около 54%, на женщин - около 44%. При этом структура владения активами остается менее равномерной: на мужчин приходилось примерно две трети стоимости ценных бумаг (в первом полугодии 2025 года).

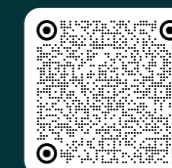
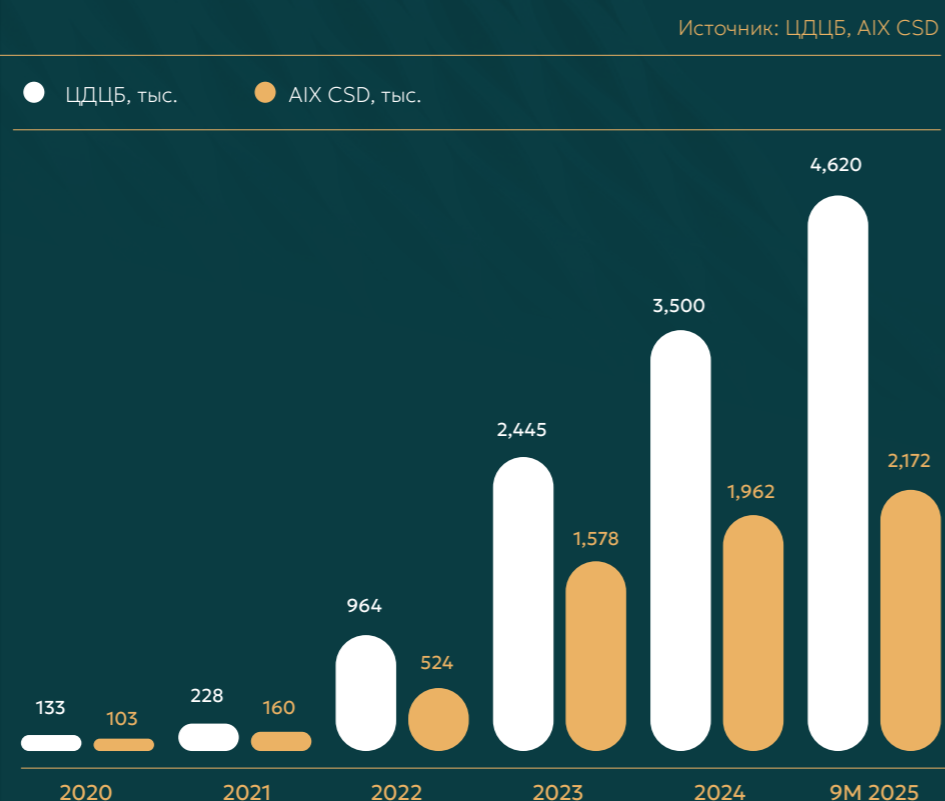
Возрастная структура инвесторской базы показывает схожую картину: молодые инвесторы занимают заметную долю по количеству счетов, однако основная стоимость портфелей сосредоточена у более старших возрастных групп. В первом полугодии 2025 года на инвесторов в возрасте 18-24 лет приходилось 15,6% субсчетов, а на группу 25-34 лет - 32,2%. При этом инвесторы в возрасте 35-54 лет и 55+ владели более 70% общей стоимости ценных бумаг.

В сегменте корпоративных облигаций участие розничных инвесторов растет, но остается более избирательным, чем на рынке акций. За 9 месяцев 2025 года на физических лиц приходилось 23,1% оборота на вторичном рынке корпоративных облигаций, тогда как на первичных размещениях их доля составила 2,4%. При этом розничные инвесторы в большей степени ориентируются на инструменты с более высокой доходностью, включая облигации микрофинансовых организаций. В 2024 году объем торгов облигациями МФО вырос на 84,2%, а доля физических лиц на вторичном рынке в этом сегменте составила 46,8%.

Рисунок 40.

Количество  
брокерских счетов в  
ЦДЦБ и AIX CSD

Денежный рынок остаётся крупнейшим сегментом торгов на KASE. В 2024 году совокупный объём торгов на денежном рынке составил около 720,3 млрд. долларов США (338,1 трлн. тенге), что отражает снижение по сравнению с предыдущим годом. По данным KASE, это сокращение было обусловлено снижением спроса на краткосрочную ликвидность на протяжении большей части года на фоне ослабления инфляционного давления и смягчения денежно-кредитных условий.



Подробнее  
смотрите в отчёте  
AIFC о розничном  
инвестировании.

# РЕГИОНАЛЬНЫЙ ОБЗОР: УЗБЕКИСТАН, КЫРГЫЗСТАН, АЗЕРБАЙДЖАН

4

Узбекистан, Кыргызстан и Азербайджан формируют основы своих рынков капитала в различных условиях — Узбекистан в рамках координируемой государством программы приватизации, где лидирует долговой рынок; Кыргызстан — через модернизацию инфраструктуры и резкое ускорение биржевой активности; Азербайджан — через первую в своей истории волну IPO и структурированную стратегическую программу Бакинской фондовой биржи на 2024–2026 годы. Все три рынка остаются небольшими относительно своих экономик, с ограниченной долей акций в свободном обращении, низкой ликвидностью вторичного рынка и базой инвесторов, в которой доминируют банки и розничные участники, а не институциональный капитал.

## КЛЮЧЕВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ



**22**  
млрд. долл. США

Совокупная рыночная капитализация рынка акций Узбекистана

Размещение суверенных еврооблигаций Узбекистана в 2025 году

**1.5** млрд. долл. США

Объём привлечённого капитала в ходе волны IPO в Азербайджане в октябре 2025 года, увеличившей совокупную рыночную капитализацию до 18,4 млрд. долл. США

**340** млн. долл. США

**2024**

Год проведения первого в истории Азербайджана IPO, за которым последовали ещё 7 IPO в октябре 2025 года

**573.9**  
млн. долл. США

Объём торгов на КФБ (Кыргызстан) по состоянию на июнь 2025 года — уже превысивший показатель за весь 2023 год

Рост вложений иностранных институциональных инвесторов в азербайджанские ценные бумаги в 2025 году

**78%**



# УЗБЕКИСТАН

ВВП

115 млрд. долл. США

ПИИ

2.8 млрд. долл. США

РЫНОЧНАЯ  
КАПИТАЛИЗАЦИЯ

18.8 млрд. долл. США

## ИНТЕРЕСНЫЙ ФАКТ

Совокупная рыночная капитализация составляет около 22 млрд. долл. США

22 млрд. долл. США ↑

4. РЕГИОНАЛЬНЫЙ ОБЗОР:  
УЗБЕКИСТАН, КЫРГЫЗСТАН, АЗЕРБАЙДЖАН

# МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ ОБЗОР

4.1.1

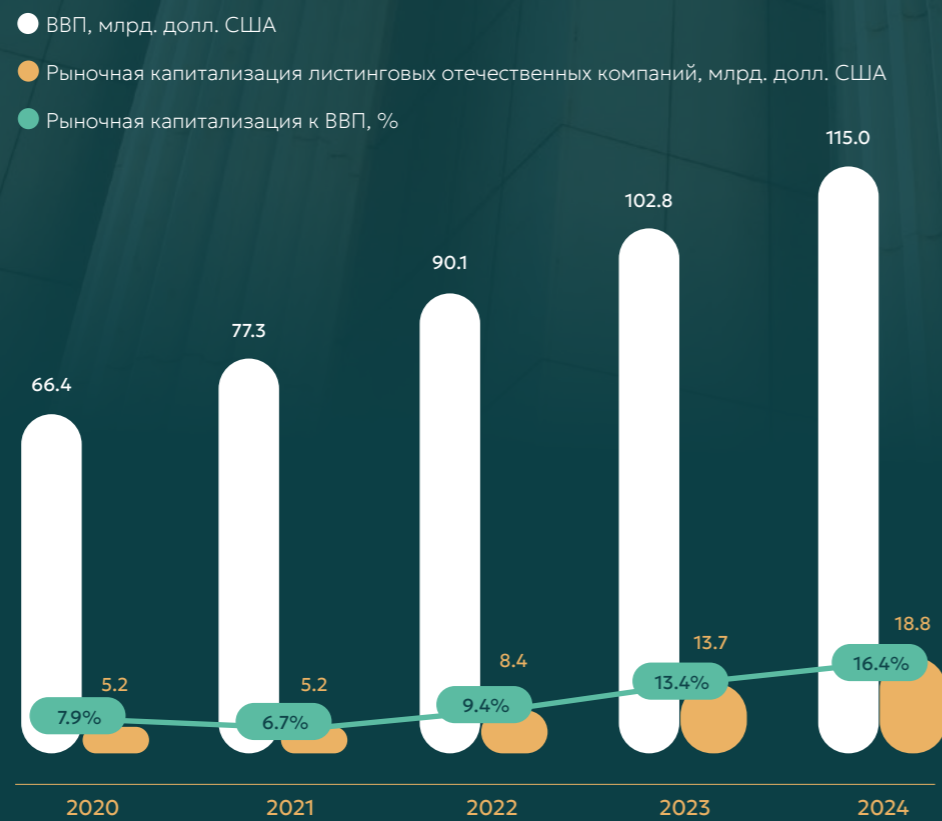
Рынок капитала Узбекистана проходит последовательную и все более заметную трансформацию, движимую государственной программой приватизации, растущими потребностями государственного сектора в привлечении финансирования и стратегической целью более глубокой интеграции с мировыми финансовыми рынками.

Несмотря на ограниченный масштаб рынка капитала относительно размера экономики, динамика реформ усиливается, а долгосрочные инициативы постепенно начинают давать первые результаты.

Рисунок 41.

Источник: World Bank Group

ВВП Узбекистана, млрд. долл. США, и капитализация фондового рынка, % от ВВП

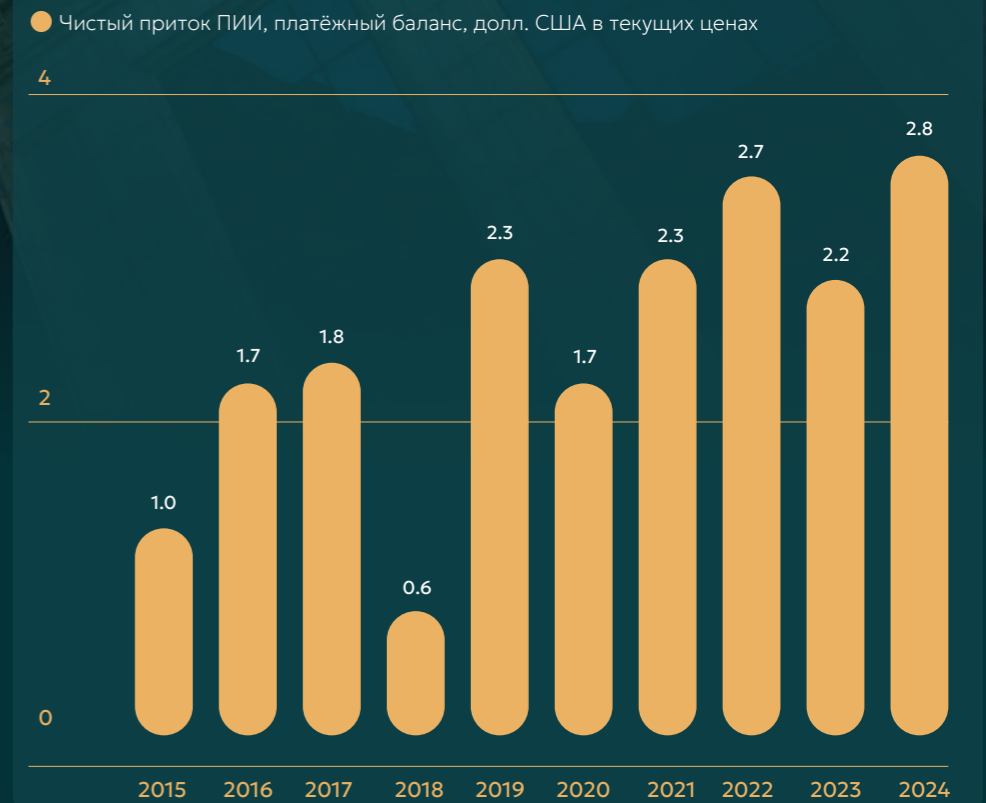


С макроэкономической точки зрения Узбекистан демонстрирует устойчивый экономический рост и умеренный уровень государственного долга. Рост номинального ВВП формирует более широкую экономическую базу, которая со временем может поддержать развитие внутреннего рынка капитала. Вместе с тем масштаб рынка капитала пока остается ограниченным относительно размера экономики. Капитализация локальных листинговых компаний по отношению к ВВП остается низкой по международным меркам, что отражает раннюю стадию развития рынка и ограниченный объем акций в свободном обращении.

Рисунок 42.

Источник: World Bank

Приток ПИИ, млрд. долл. США



Проведенные в последние годы инвестиционные и экономические реформы способствовали улучшению бизнес-климата Узбекистана и росту интереса со стороны иностранных инвесторов. После запуска мер по либерализации в 2017 году, включая приватизацию части государственных предприятий, приток прямых иностранных инвестиций (ПИИ) продолжал расти, несмотря на внешние потрясения, такие как пандемия COVID-19<sup>35</sup>. Национальные стратегии развития, включая Стратегию развития 2022–2026 и стратегию «Узбекистан–2030», прямо определяют ПИИ в качестве ключевого драйвера роста, создания рабочих мест и отраслевой диверсификации.

<sup>35</sup> Roadmap for Sustainable Investment Policy Reforms in Uzbekistan – OECD, 2025

4. РЕГИОНАЛЬНЫЙ ОБЗОР:  
УЗБЕКИСТАН, КЫРГЫЗСТАН, АЗЕРБАЙДЖАН

## 4.11



Общий объём иностранных инвестиций уступает аналогичным странам, что указывает на то, что Узбекистан всё ещё находится на ранней стадии углубления капитала. ПИИ концентрируются в проектах на начальных этапах развития (greenfield) и капиталоемких секторах, в первую очередь в обрабатывающей промышленности, энергетике и добывающих отраслях, что отражает ресурсную базу страны. Инвесторы из Китая и России занимают заметное место в структуре притока прямых иностранных инвестиций<sup>35</sup>.

С точки зрения рынка капитала, такая структура ПИИ помогает объяснить, почему рост инвестиций пока в ограниченной степени способствует углублению внутренних рынков капитала. Инвестиционная активность в значительной мере остается проектно-ориентированной и связанной с участием государства. Несмотря на высокий уровень валового накопления основного капитала, который в 2023 году достиг 32,2% ВВП, значительная часть инвестиций направляется в материальные активы и реализуется вне механизмов привлечения финансирования через рынок капитала<sup>35</sup>.

На институциональном уровне контроль за рынком капитала был консолидирован в Национальном агентстве по перспективным проектам (НАПП), что стало важным шагом на пути к более четкому управлению и регулированию. В Узбекистане продолжается модернизация инфраструктуры рынка капитала. Наряду с запуском регуляторной песочницы, реформы пост-трейдинговой системы предусматривают развитие централизованного

клиринга и возможное создание центрального контрагента<sup>36</sup>. Эти реформы находятся на ранней стадии и формируют основу для дальнейшего приведения рыночной инфраструктуры в соответствие с международными стандартами.

За последние годы цифровая инвестиционная инфраструктура значительно улучшилась. Ведущие банки и брокерские компании теперь предоставляют услуги удаленной идентификации, доступ к рынкам в реальном времени и возможности мобильной торговли, при этом большинство новых розничных инвесторов выходят на рынок через цифровые каналы, а не через традиционных офлайн-посредников<sup>37</sup>.

Технологическое развитие помогло увеличить участие розничных инвесторов в абсолютном выражении. Однако текущая динамика указывает на то, что активность розничных инвесторов преимущественно сконцентрирована на инструментах с фиксированным доходом, а не на акциях. Эта тенденция отражает сочетание таких факторов, как ограниченный свободный оборот акций, низкая ликвидность вторичного рынка и предпочтение инвесторов менее волатильным инструментам с предсказуемым денежным потоком.

Цифровизация заметно расширила доступ к рынку капитала, однако ее влияние на глубину и ликвидность сегмента акций пока остается ограниченным. Технологии снизили барьеры для входа, но структура доступных инструментов и ликвидность отдельных бумаг продолжают влиять на распределение капитала розничными инвесторами.

<sup>35</sup> Roadmap for Sustainable Investment Policy Reforms in Uzbekistan – OECD, 2025

<sup>36</sup> Subject matter expert, AIFC analysis

<sup>37</sup> Retail Investors Drive Growth in Uzbekistan's Debt Market Amid Stock Market Decline - Kursiv Uzbekistan, 2025

4. РЕГИОНАЛЬНЫЙ ОБЗОР:  
УЗБЕКИСТАН, КЫРГЫЗСТАН, АЗЕРБАЙДЖАНСТРУКТУРА И ИНФРАСТРУКТУРА  
РЫНКА КАПИТАЛА

## 4.1.2

Рыночная активность организована на двух основных площадках: Республиканской фондовой бирже «Тошкент» (UZSE), где обращаются акции и корпоративные облигации, и Узбекской республиканской валютной бирже (UZCE), где проводятся операции с государственными ценными бумагами. Такое функциональное разделение позволило обоим рынкам развиваться параллельно, но также привело к фрагментированной архитектуре внутреннего рынка, особенно в сегменте долговых инструментов.

Регулирование и надзор за рынком капитала консолидированы в Национальном агентстве перспективных проектов Республики Узбекистан (НАПП), которое выступает уполномоченным органом по регулированию рынка ценных бумаг, лицензированию и развитию рынка<sup>38</sup>. Такая консолидация стала важным шагом к повышению регуляторной определенности и последовательности, объединив ранее распределенные функции надзора. Параллельно был введен режим регуляторной песочницы для тестирования новых финансовых продуктов и рыночных решений в контролируемой среде, что поддерживает дальнейшую модернизацию рынка капитала.

Пост-торговая инфраструктура Узбекистана находится на промежуточном этапе развития. Торговля, клиринг и расчеты по корпоративным ценным бумагам в настоящее время осуществляются через единую интегрированную технологическую платформу. Такая система обеспечила базовую операционную стабильность рынка, однако ее технологическая архитектура ограничивает гибкость дальнейшего развития. В связи с этим планы по модернизации пост-торговой инфраструктуры включают долгосрочную цель по созданию центрального контрагента<sup>39</sup>.

Доступ инвесторов к рынку заметно улучшился благодаря цифровизации. На внутреннем рынке работает более 50 лицензированных брокерских компаний, хотя многие из них в основном предоставляют кастодиальные и административные услуги, а не активную торговлю. На практике доступ к рынку всё чаще осуществляется через цифровые брокерские платформы, часто интегрированные с крупными банками, а также через единый онлайн-торговый интерфейс<sup>39</sup>.

Акции, государственные и корпоративные облигации составляют основу активности внутреннего рынка. Производные

инструменты признаны на уровне общего законодательства, но регуляторная и операционная база для их практической реализации ещё недостаточна. Структурированные продукты не предусмотрены действующей правовой базой и поэтому на рынке отсутствуют. Несколько обсуждаемых инициатив, включая токенизированные ценные бумаги, ипотечные инструменты, ценные бумаги номинированные в иностранной валюте, а в долгосрочной перспективе и сукук, ESG-инструменты и биржевые инвестиционные фонды, указывают на расширение повестки, но их реализация зависит от дальнейшего прогресса в инфраструктурной, правовой подготовке и готовности рынка<sup>39</sup>.

В целом структура рынка капитала Узбекистана формирует функциональную основу для торговли и эмиссии ценных бумаг, чему способствуют меры по улучшению цифрового доступа и развитию регулирования. Дальнейшая координация между торговыми площадками, модернизация пост-торговой инфраструктуры и расширение продуктовой линейки могут усилить способность рынка обслуживать более значительные объемы, более сложные инструменты и более широкое участие инвесторов.

<sup>38</sup> Subject matter expert, AIFC analysis<sup>39</sup> Subject matter expert, AIFC analysis

4. РЕГИОНАЛЬНЫЙ ОБЗОР:  
УЗБЕКИСТАН, КЫРГЫЗСТАН, АЗЕРБАЙДЖАНОБЗОР  
РЫНКА АКЦИЙ

## 4.1.3

Рынок акций Узбекистана находится на этапе последовательного развития, при этом усиливается внимание к расширению участия розничных инвесторов и поддержке приватизационных процессов. Дальнейшее развитие сегмента будет зависеть от роста ликвидности, расширения базы эмитентов и повышения емкости рынка.

Ключевой инициативой, определяющей повестку рынка акций, является государственная программа приватизации, включая инициативу «Народного IPO», направленная на расширение розничного владения акциями и постепенный вывод части государственных предприятий в публичное обращение. Несмотря на то, что IPO «UzAuto Motors» в 2022 году привлекло 5 млн долларов США вместо ожидаемых 90 млн, продав 0,29% акций вместо запланированных 5%, оно остаётся крупнейшим в стране на сегодняшний день, что подчёркивает раннюю стадию развития рынка<sup>40</sup>. Размещение сохраняет символическую значимость как первый крупный прецедент. Оно также показало необходимость дальнейшего сближения приватизационных планов с текущей способностью рынка воспринимать крупные предложения.

В целом активность на рынке акций во многом определяется ограниченной долей акций в свободном обращении, небольшим числом активно торгуемых эмитентов и формирующейся ликвидностью вторичного рынка. Общая капитализация рынка акций оценивается примерно в 22 млрд. долл. США, однако объем акций в свободном обращении составляет около 350 млн долл. США. Это влияет на глубину ликвидности, процесс ценообразования и возможности для более широкого участия институциональных инвесторов<sup>41</sup>.

Последние тенденции показывают, что розничные инвесторы все чаще выбирают долговые инструменты наряду с акциями. Это отражает более взвешенный подход к риску, ограниченный выбор ликвидных акций для инвестирования и более предсказуемую доходность в сегменте облигаций. Такая динамика показывает, что дальнейшее развитие рынка акций будет зависеть не только от роста числа розничных счетов, но и от расширения предложения качественных инструментов, повышения ликвидности и укрепления доверия инвесторов к вторичному рынку.

Ключевым структурным изменением в 2025 году стало назначение Franklin Templeton управляющей компанией Узбекского национального инвестиционного фонда (UzNIF), в портфель которого сейчас входят 18 государственных предприятий<sup>42</sup>. Это решение имеет стратегическое значение для рынка акций, поскольку он связывает реформу корпоративного управления с целями развития рынка капитала.

Долговой рынок интересен инвесторам больше, чем рынок акций, как следствие рынок акций уступает в роли источника финансирования долговому рынку. В результате, несмотря на инициативы, общая глубина рынка акций остаётся на начальном уровне.

С учетом этого дальнейшее развитие рынка акций будет зависеть от формирования более устойчивой рыночной основы. К приоритетным направлениям относятся увеличение доли акций в свободном обращении, совершенствование стандартов отчетности и корпоративного управления, расширение базы эмитентов, доступных для инвестиций, и постепенное укрепление ликвидности вторичного рынка.

<sup>40</sup> Uzbekistan holds its first IPO in three years. How it was?

<sup>41</sup> Subject matter expert, AIFC analysis

<sup>42</sup> Franklin Templeton launches the National Investment Fund of the Republic of Uzbekistan – UzNIF, 2025

4. РЕГИОНАЛЬНЫЙ ОБЗОР:  
УЗБЕКИСТАН, КЫРГЫЗСТАН, АЗЕРБАЙДЖАНОБЗОР ДОЛГОВОГО  
РЫНКА

4.1.4

По сравнению с рынком акций долговой сегмент Узбекистана является более активным и функционально развитым направлением внутреннего рынка капитала. Развитие государственных и квазигосударственных долговых инструментов поддерживается регулярными аукционами государственных ценных бумаг на внутреннем рынке, а также размещениями суверенных еврооблигаций на международных рынках. Это отражает как потребности государства в финансировании, так и существующие структурные ограничения фондового рынка, которые сдерживают его роль в формировании капитала<sup>43</sup>.

В 2025 году правительство успешно разместило суверенные еврооблигации на сумму 1,5 млрд. долларов США, главным образом для финансирования бюджетного дефицита и поддержки целевых экономических программ, включая ипотечное кредитование. Это размещение последовало за предыдущими выпусками суверенных еврооблигаций и еврооблигаций государственных предприятий и подчеркивает стратегию правительства по диверсификации источников финансирования<sup>44</sup>. Общий государственный и гарантированный государством долг на конец 2024 года составил примерно 32,6% ВВП, при этом внешний государственный долг — около 30,0% ВВП<sup>44</sup>.

На внутреннем рынке сегмент государственных облигаций расширяется за счет регулярных выпусков и постепенного формирования более длинной кривой доходности в национальной валюте. Государственные ценные бумаги размещаются и обращаются на Республиканской валютной бирже Узбекистана, тогда как корпоративные облигации котируются на Ташкентской фондовой бирже, что приводит к структурно сегментированному внутреннему облигационному рынку. Однако внутренний долг по-прежнему составляет относительно небольшую долю общего государственного долга, что указывает на раннюю стадию развития внутреннего рынка долговых инструментов и сохраняющееся доминирование внешних источников финансирования<sup>43</sup>.

Розничное участие играет всё более заметную роль в росте внутреннего долгового рынка. Частные инвесторы и банки формируют растущую долю спроса на государственные и банковские облигации, что отражает сочетание предпочтений по риску, ограниченного выбора альтернатив на рынке акций и улучшения цифрового доступа через брокерские платформы, связанные с банками, и мобильные инвестиционные каналы. Такая динамика поддерживает активность и устойчивость долгового сегмента, одновременно показывая, что инструменты с фиксированным доходом пока привлекают основную часть интереса инвесторов.

Недавние государственные и регуляторные инициативы направлены на дальнейшее развитие внутреннего рынка долговых инструментов, особенно в части повышения активности и ликвидности на вторичном рынке. Государственная программа, утвержденная в 2025 году, предусматривает укрепление вторичного рынка государственных казначейских облигаций за счет увеличения выпуска краткосрочных инструментов и повышения прозрачности через расширенную отчетность по статистике государственного долга (PSDS - Public Sector Debt Statistics), внедрение которой началось в сентябре 2025 года. Эти меры направлены на повышение ликвидности, улучшение формирования рыночных ориентиров и укрепление доверия инвесторов, а также на развитие более полноценной внутренней кривой доходности.

Выпуски корпоративных облигаций остаются ограниченными по масштабу, однако состав эмитентов постепенно расширяется. До недавнего времени активность в этом сегменте в большей степени была представлена банковскими эмитентами. В 2025 году АО «Навоийский горно-металлургический комбинат» (НГМК) вышло на рынок с дебютным выпуском корпоративных облигаций, создав важный прецедент для нефинансового корпоративного сегмента. АО «Алмалыкский горно-

металлургический комбинат» (Алмалыкский ГМК, АГМК) готовит свою первую программу выпуска облигаций, а другие эмитенты, связанные с приватизационными процессами, также рассматривают рыночные источники финансирования. Планируемые дебютные размещения евробондов крупными государственными предприятиями, такими как АГМК и НГМК, как ожидается, позволят привлечь значительные средства и сформировать международные кредитные бенчмарки, что со временем может поддержать ценообразование корпоративных облигаций на внутреннем рынке и укрепить доверие инвесторов<sup>45</sup>.

В совокупности эти тенденции делают рынок долговых инструментов наиболее активным и функционально развитым сегментом рынка капитала Узбекистана. При этом основная часть выпусков по-прежнему приходится на государственных и квазигосударственных эмитентов, а вторичный рынок находится на этапе дальнейшего развития ликвидности и диверсификации инструментов. Недавние реформы и рост выпусков укрепили роль долгового сегмента в финансировании государства и крупных эмитентов. В то же время текущая структура рынка указывает на неравномерность развития между сегментом долговых инструментов и рынком акций, который пока находится на более раннем этапе развития.

<sup>43</sup> Subject matter expert, AIFC analysis<sup>44</sup> Roadmap for Sustainable Investment Policy Reforms in Uzbekistan – OECD, 2025<sup>45</sup> Subject matter expert, AIFC analysis

4. РЕГИОНАЛЬНЫЙ ОБЗОР:  
УЗБЕКИСТАН, КЫРГЫЗСТАН, АЗЕРБАЙДЖАНОГРАНИЧЕНИЯ  
РЫНКА И ТРАЕКТОРИЯ  
РАЗВИТИЯ

4.1.5

Ключевым ограничением остается ликвидность, особенно на вторичном рынке. Несмотря на рост выпусков ценных бумаг, прежде всего в сегменте долговых инструментов, оборот вторичных торгов пока остается ограниченным. Более высокая ликвидность могла бы улучшить качество ценообразования и усилить роль биржи как площадки для выхода инвесторов и перераспределения капитала после первичного размещения.

На развитие рынка также влияет структура инвесторской базы. Банки занимают значительную долю в сегменте долговых инструментов, особенно государственных, тогда как институциональные инвесторы, включая инвестиционные фонды и пенсионный фонд, пока ограниченно участвуют в обороте корпоративных ценных бумаг. На рынке акций основную долю участия составляют розничные инвесторы, однако число последовательно активных участников остается относительно небольшим по сравнению с общим количеством счетов.

Дополнительным фактором является разделение корпоративного и государственного сегментов между разными торговыми площадками и технологическими системами. Такая структура поддержала постепенное развитие обоих направлений, однако более тесная координация могла бы повысить операционную связанность рынка, улучшить формирование единых ориентиров доходности и усилить взаимодополняемость сегментов.

Расширение практики размещений суверенных облигаций и облигаций компаний с государственным участием на международных рынках отражает переходный этап развития рынка капитала Узбекистана. Выход на внешние рынки позволяет проводить более масштабные размещения, формировать ориентиры ценообразования и получать доступ к широкой базе инвесторов, тогда как дальнейшее развитие внутреннего рынка будет зависеть от укрепления ликвидности, расширения базы участников и инфраструктуры.

Текущая логика реформ отражает последовательный подход к развитию рынка капитала. Приоритетными направлениями остаются укрепление корпоративного управления, постепенное увеличение доли акций в свободном обращении, повышение прозрачности и качества отчетности, а также формирование доверия среди внутренних и иностранных инвесторов. Назначение международного управляющего активами для управления Национальным инвестиционным фондом и меры по развитию вторичного рынка государственных облигаций указывают на приоритет институционального укрепления рынка.

# КЫРГЫЗСТАН



**ВВП** 17.4 млрд. долл. США

**ПИИ** 710 млн. долл. США

**РЫНОЧНАЯ КАПИТАЛИЗАЦИЯ** 1628 млн. долл. США

**ИНТЕРЕСНЫЙ ФАКТ**

Коммерческие банки в настоящее время удерживают около 1/3 внутреннего государственного долга Кыргызстана

**33%**

4. РЕГИОНАЛЬНЫЙ ОБЗОР:  
УЗБЕКИСТАН, КЫРГЫЗСТАН, АЗЕРБАЙДЖАН

# МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ ОБЗОР

4.2.1

Рисунок 43.

Источник: World Bank Group, IMF Forecast 2025

## ВВП Кыргызстана, исторические данные и прогноз, в млрд. долл. США

Рынки капитала Кыргызстана функционируют в условиях открытой экономики с относительно концентрированной производственной базой, устойчивыми трансграничными экономическими связями и банковским сектором, который остается основным источником внутреннего финансирования. Номинальный ВВП страны остается сравнительно небольшим по региональным меркам, что определяет потенциальный масштаб внутреннего рынка капитала. Вместе с тем экономика продолжает расти, и, согласно прогнозам, номинальный ВВП может достичь 28,2 млрд. долларов США к 2030 году.



Рисунок 44.

Источник: World Bank

## Приток прямых иностранных инвестиций (ПИИ)



ПИИ играют важную роль в экономике Кыргызстана, однако их динамика остается подверженной значительным колебаниям и сосредоточена в ограниченном числе секторов. Чистый приток ПИИ существенно меняется из года в год и в абсолютном выражении остается умеренным, что отражает восприятие рисков, ограниченный круг инвесторов и сравнительно небольшой масштаб крупных приватизационных сделок. Инвестиции преимущественно направляются в горнодобывающий сектор, гидроэнергетику и отдельные инфраструктурные активы, тогда как их влияние на развитие внутренних рынков капитала и каналов портфельных инвестиций пока остается ограниченным<sup>46</sup>.

С точки зрения рынков капитала Кыргызстан остается экономикой, в которой банковский сектор играет ведущую роль в финансировании экономической деятельности, тогда как публичные рынки пока занимают более ограниченное место. Рыночная

капитализация отечественных компаний в листинге остается низкой относительно ВВП и исторически находится на уровне однозначных значений, что подчеркивает ограниченную роль рынка акций в формировании капитала.

Цифровая инфраструктура Кыргызстана, связанная с рынком капитала, пока находится на стадии формирования<sup>47</sup>. Розничное участие остается ограниченным из-за ограниченной доступности инвестиционных продуктов и невысокой ликвидности вторичного рынка. На данном этапе цифровые решения пока не выступают самостоятельным фактором углубления рынка, тогда как в отдельных юрисдикциях цифровые каналы уже более активно интегрированы в инфраструктуру рынка капитала.

<sup>46</sup> O25 Investment Climate Statements: Kyrgyz Republic – U.S Department of State, 2025

<sup>47</sup> Overview of Fintech Development in Central Asia – KPMG, 2020

4. РЕГИОНАЛЬНЫЙ ОБЗОР:  
УЗБЕКИСТАН, КЫРГЫЗСТАН, АЗЕРБАЙДЖАНСТРУКТУРА И  
ИНФРАСТРУКТУРА  
РЫНКА КАПИТАЛА

## 4.2.2

Структура рынка капитала Кыргызстана развивалась постепенно на протяжении трёх десятилетий, формируясь под влиянием перехода от рынка ценных бумаг, ориентированного на приватизацию, к системе, которая в настоящее время стремится к институциональной устойчивости и технологической модернизации.

Первой организованной биржей страны стала Кыргызская фондовая биржа (КФБ). Она была основана в 1994 году; первые биржевые торги состоялись в мае 1995 года в рамках начального этапа государственной программы приватизации. В 2000 году КФБ была преобразована в акционерное общество. По сей день биржа остаётся центральной торговой площадкой для операций с ценными бумагами в стране: по состоянию на сентябрь 2025 года на ней котируются акции 23 эмитентов с совокупной рыночной капитализацией порядка 2,6 млрд. долларов США<sup>48</sup>.

Вторая биржа — Фондовая биржа Кыргызстана «БТС» (БТС) — была основана в 1999 году местными брокерами-дилерами как независимая торговая система. Несмотря на то что в 2011 году БТС и КФБ подписали соглашение о консолидации всей торговли ценными бумагами на платформе КФБ, БТС периодически возобновляла свою деятельность. С июля 2022 года деятельность биржи получила дополнительный импульс при поддержке институциональных акционеров, включая регистратора Национального банка и ООО «Ошская товарно-фондовая биржа», — а также 15 брокерских компаний. В этот период на площадке БТС был проведен ряд значимых сделок. Среди них — два размещения ценных бумаг Государственного банка развития объемом по 5 млрд. сомов каждое, что эквивалентно приблизительно 57,2 млн долл. США, а также размещение акций ОАО «Электрические станции» на сумму 5,4 млрд. сомов, или около 61,9 млн долл. США. Согласно данным, активность БТС была сосредоточена вокруг ограниченного числа крупных размещений, тогда как КФБ на практике оставалась более регулярно функционирующей торговой площадкой.

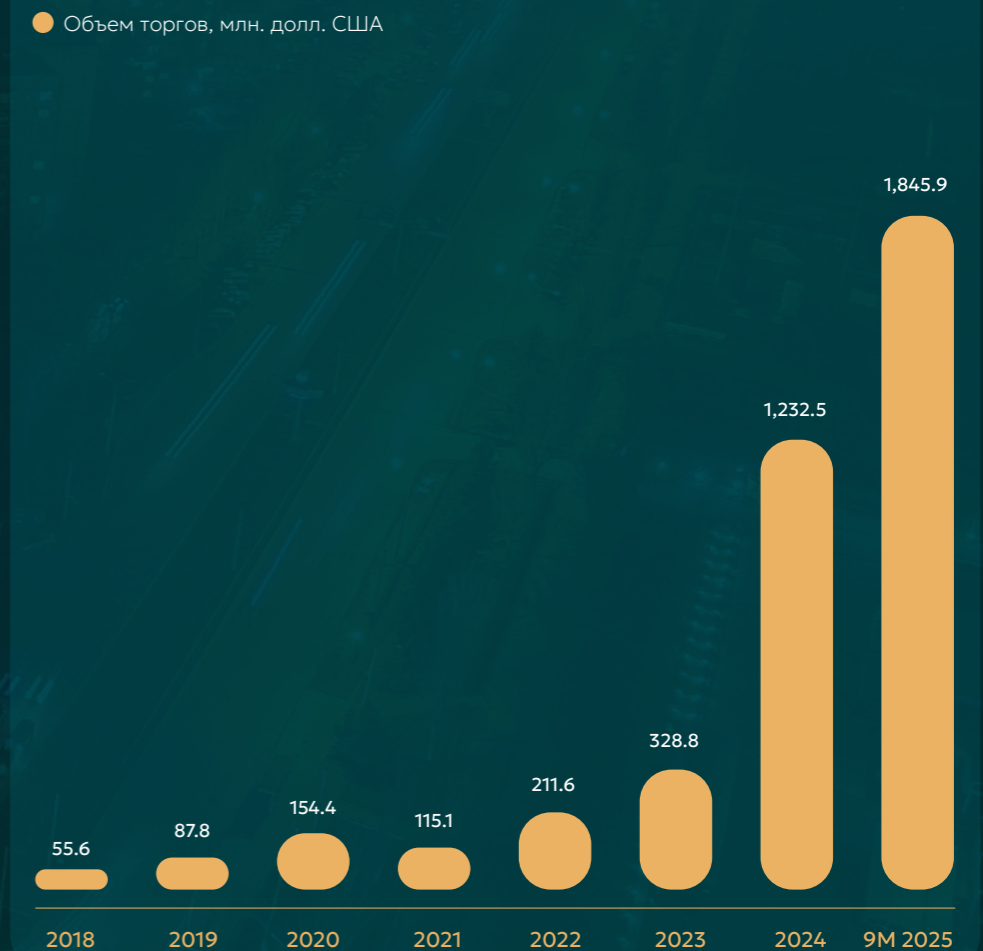
Рыночная и посттрейдинговая инфраструктура Кыргызстана остается на стадии дальнейшего развития по региональным меркам. Торги осуществляются на бирже, тогда как учет прав, хранение ценных бумаг и расчетные функции обеспечиваются Центральным депозитарием. Вместе с тем в стране пока отсутствует центральный контрагент, а отдельные расчетные процессы остаются частично автоматизированными. Это ограничивает масштабируемость инфраструктуры и ее готовность к обслуживанию более высоких объемов торгов и расширению участия институциональных инвесторов. В интервью 2025 года руководство КФБ также отмечало, что биржа ведет работу по модернизации торговой инфраструктуры<sup>50</sup>.

Рисунок 45.

Объем торгов, млн. долл.  
США

Несмотря на инфраструктурные ограничения, 2024–2025 годы ознаменовались заметным ускорением рыночной активности и реформами. Объем торгов на КФБ достиг 50,14 млрд. сомов (~ 573,9 млн долл. США) к началу июня 2025 года, уже превысив показатель в 28,88 млрд. сомов (~328,7 млн долл. США), зафиксированный по итогам всего 2023 года<sup>51</sup>. Рост рынка по-прежнему определялся преимущественно первичным рынком: 48,03 млрд. сомов (~550 млн долл. США) пришлось на новые размещения, тогда как на долю вторичных торгов приходилось лишь 2,11 млрд. сомов (~24,2 млн долл. США), что подчёркивает сохраняющуюся низкую ликвидность.

Источник: Kyrgyz Stock Exchange



<sup>48</sup> Kyrgyzstan – Asia Frontier Capital, 2025

<sup>49</sup> Kyrgyz Stock Exchanges Witness Explosive Growth in Trading Volume – Khan Teniri Capital, 2025

<sup>50</sup> Kabar Kyrgyz National Informational Agency, 2025

<sup>51</sup> Kyrgyz Stock Exchanges Witness Explosive Growth in Trading Volume – Khan Teniri Capital, 2025

4. РЕГИОНАЛЬНЫЙ ОБЗОР:  
УЗБЕКИСТАН, КЫРГЫЗСТАН, АЗЕРБАЙДЖАН

## 4.2.2



Цифровизация инфраструктуры рынка капитала Кыргызстана постепенно развивается. КФБ расширила каналы удаленного доступа, упростила документацию для листинга и начала переход к электронной подаче документов<sup>52</sup>. Важным институциональным шагом стало создание в 2025 году «Кылым Банка», который рассматривается как основа будущего национального клирингового и расчетного центра. По данным Национального банка Кыргызской Республики (НБКР), банк должен способствовать централизации клиринговых функций, оптимизации платежных потоков и развитию расчетов в режиме реального времени<sup>53</sup>. По мере реализации этих задач новая инфраструктура может укрепить базу финансового рынка и создать более благоприятные условия для участия институциональных инвесторов.

По итогам реформ, проведенных правительством в июне 2025 года, была расширена регуляторная и операционная база КФБ: появилась возможность выпуска зеленых облигаций, был открыт доступ для иностранных эмитентов и введена электронная подача документов для листинга<sup>52</sup>.

В мае 2024 года Евразийский банк развития (ЕАБР), Финансово-кредитный фонд при Министерстве финансов КР, Российско-Кыргызский фонд развития (РКФР) и Кыргызская фондовая биржа (КФБ) подписали соглашение о сотрудничестве в целях реализации программы технического содействия, направленной на модернизацию биржевой

инфраструктуры страны<sup>54</sup>. В рамках данной программы в марте 2025 года было поставлено и введено в эксплуатацию новое серверное и сетевое оборудование, а в мае 2025 года развернута торговая система QUIK разработки компании ARQA Technologies. Ожидается, что проведенная модернизация инфраструктуры позволит расширить технологические возможности биржи, повысить скорость исполнения операций и надёжность системы, а в конечном счёте — обеспечить рост объёмов торгов и более широкое участие в рынке по мере увеличения числа активных посредников.

Рынок капитала Кыргызстана находится на стадии формирования, но последние изменения указывают на постепенное развитие рыночной инфраструктуры, расширение инструментов и повышение институциональной активности. Инфраструктура рынка позволяет выполнять базовые функции размещения и торговли ценными бумагами. На текущем этапе развитие рынка в значительной степени поддерживается более активной ролью государства как эмитента и инициатора реформ, включая меры по совершенствованию клиринга и расчетов. При этом низкая ликвидность вторичного рынка по-прежнему ограничивает глубину рынка. В то же время последние реформы показывают наличие последовательного курса на модернизацию инфраструктуры и повышение операционной готовности рынка, что создает предпосылки для его постепенного развития в среднесрочной перспективе.

<sup>52</sup> Government Securities Drive Growth on Kyrgyz Stock Exchange – The Times of Central Asia, 2025

<sup>54</sup> Kabar Kyrgyz National Informational Agency, 2025

<sup>53</sup> A new financial institution in Kyrgyzstan: the story behind the creation of “Kylm Bank” – Akchabar, 2025

4. РЕГИОНАЛЬНЫЙ ОБЗОР:  
УЗБЕКИСТАН, КЫРГЫЗСТАН, АЗЕРБАЙДЖАНОБЗОР РЫНКА  
АКЦИЙ

## 4.2.3

Рынок акций Кыргызстана остается небольшим по масштабу и характеризуется невысокой торговой ликвидностью, однако последние изменения указывают на постепенное развитие этого сегмента на фоне регуляторных реформ и расширения круга участников рынка. По состоянию на сентябрь 2025 года на КФБ обращались акции 23 эмитентов с совокупной рыночной капитализацией около 2,6 млрд. долл. США<sup>55</sup>. Меры государственной политики, модернизация инфраструктуры и более активная публичная коммуникация со

стороны регуляторов указывают на последовательные усилия по повышению роли рынка акций в системе рынка капитала страны. Исторически рынок акций играл более ограниченную роль в корпоративном финансировании. Доля акций в свободном обращении остается невысокой, активность торгов сосредоточена в ограниченном числе инструментов, а часть эмитентов связана с ранними этапами приватизации. Оборот вторичного рынка пока остается умеренным, что отражает формирующуюся базу инвесторов

и ограниченное предложение акций, доступных для активной торговли. Вместе с тем КФБ отмечает постепенное улучшение торговой активности и рост интереса со стороны эмитентов по мере повышения прозрачности регуляторных процессов и расширения применения технологий, что может укрепить роль биржи как площадки для привлечения инвестиций<sup>56</sup>.

Участие розничных инвесторов присутствует, однако пока в большей степени связано с участием в первичных размещениях и последующим удержанием акций, чем с регулярной торговлей на вторичном рынке. Участие иностранных институциональных инвесторов также остается ограниченным ввиду невысокой ликвидности и небольшого объема акций в свободном обращении. При этом иностранные инвесторы проявляли точечный интерес к отдельным крупным размещениям, проводившимся как на КФБ, так и ранее на БТС.

Тем не менее данные тенденции формируют более активную торговую среду, способную оказывать положительное воздействие на рынок акций — в частности, за счёт повышения вовлечённости инвесторов, роста узнаваемости рынка и наращивания операционных возможностей биржи.

Регуляторные и административные реформы также заложили основу для будущего расширения рынка акций. В 2025 году правительство ввело электронную подачу документов для листинга, расширило категории эмитентов и открыло доступ на биржу для иностранных эмитентов<sup>58</sup> - меры, направленные на увеличение числа потенциальных листинговых компаний и повышение привлекательности рынка. КФБ также внедрила требования по ESG-отчётности и продолжает совершенствовать стандарты раскрытия информации, повышая прозрачность для инвесторов.

Несмотря на сохраняющиеся ограничения, включая невысокую ликвидность, небольшую базу эмитентов и формирующееся институциональное участие, направление реформ остается конструктивным. Рост узнаваемости биржи, более активная роль государства как инициатора реформ

и внедрение технологических обновлений создают основу для дальнейшего развития рынка акций. В перспективе, при сочетании с целевыми мерами по приватизации, расширению базы эмитентов и развитию доступа инвесторов, эти тенденции могут способствовать постепенному повышению роли рынка акций как канала привлечения капитала и корпоративного финансирования в Кыргызстане.

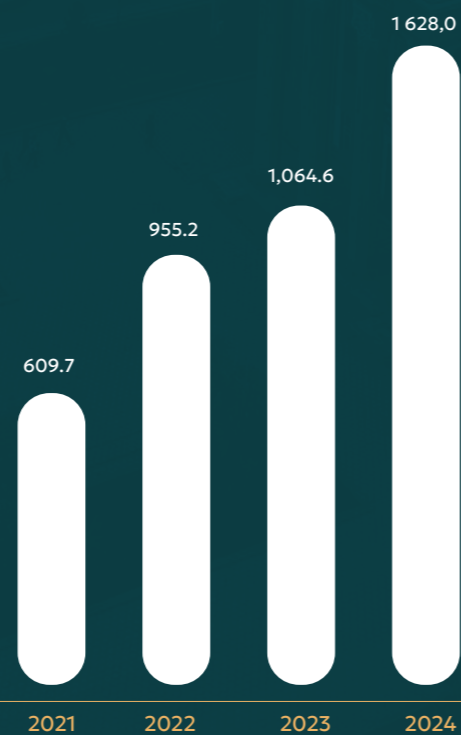
<sup>55</sup> Kyrgyzstan – Asia Frontier Capital, 2025<sup>56</sup> Kabar Kyrgyz National Informational Agency, 2025

Рисунок 46.

Рыночная  
капитализация КФБ,  
млн. долл. США

Показатели рыночной капитализации также отражают текущие ограничения рынка. Совокупная капитализация рынка акций остается низкой как в абсолютном выражении, так и в отношении к ВВП. Значительная часть листинговых компаний представляет собой эмитентов, унаследованных с ранних этапов приватизации, при ограниченном текущем участии инвесторов.

Источник: Kyrgyz Stock Exchange



Недавний рост совокупного оборота биржи привлек дополнительное внимание к рынку, значительная часть этого увеличения была связана с долговыми инструментами и первичными размещениями, а не с рынком акций. В начале 2025 года объем торгов корпоративным долгом составил 150,5 млн. долл. США, что превышало объем торгов акциями в размере 104,9 млн. долл. США, тогда как на долю государственных ценных бумаг за тот же период пришлось 13,9 млн. долл. США. Такое распределение указывает на более выраженный интерес инвесторов к долговым инструментам и пока ограниченную роль акций в общей структуре рыночной активности<sup>57</sup>.

<sup>57</sup> Kyrgyz Stock Exchanges Witness Explosive Growth in Trading Volume – Khan Teniri Capital, 2025<sup>58</sup> Government Securities Drive Growth on Kyrgyz Stock Exchange – The Times of Central Asia, 2025

4. РЕГИОНАЛЬНЫЙ ОБЗОР:  
УЗБЕКИСТАН, КЫРГЫЗСТАН, АЗЕРБАЙДЖАНОБЗОР РЫНКА ДОЛГОВЫХ  
ИНСТРУМЕНТОВ

## 4.2.4

В отличие от рынка акций, рынок долговых инструментов Кыргызстана является более активным сегментом внутреннего рынка капитала. Торговая активность на Кыргызской фондовой бирже (КФБ) во многом формируется за счет государственных ценных бумаг, а недавний рост рынка в большей степени связан с суверенными заимствованиями, чем с корпоративным долгом<sup>58</sup>. Данная динамика соответствует общему повышению активности на КФБ в 2025 году: к началу июня совокупный объем торгов достиг 50,14 млрд. сомов, или около 573,9 млн. долл. США, превысив показатель за весь 2023 год, который составлял 28,88 млрд. сомов, или около 328,7 млн. долл. США<sup>59</sup>.

Актуальные данные также указывают на рост активности в сегменте долговых инструментов. За период с января по август 2025 года объем торгов государственными ценными бумагами на КФБ составил приблизительно 64,3 млн. долл. США, что почти вдвое превышает показатель за аналогичный период 2024 года.

По состоянию на октябрь 2025 года совокупная активность на бирже за аналогичный период также существенно возросла: число сделок увеличилось с 1 200 в 2024 году до 1 711 в 2025 году, а совокупный объем торгов расширился с ~1,07 млрд. долл. США до ~1,8 млрд. долл. США. Несмотря на то что государственные ценные бумаги по-прежнему занимают относительно небольшую долю в совокупном обороте биржи, их удельный вес вырос в годовом выражении с 2,7% до 3,4%, что свидетельствует о постепенном смещении активности инвесторов в сторону инструментов с фиксированным доходом<sup>58</sup>.

Спрос на государственные ценные бумаги сосредоточен среди отечественных институциональных инвесторов, прежде всего коммерческих банков. В настоящее время банки удерживают около трети внутреннего государственного долга Кыргызстана, используя государственные облигации преимущественно в целях управления ликвидностью.

соблюдения регуляторных требований и распределения активов на балансе, а не для активной торговли<sup>60</sup>.

Выпуск корпоративных облигаций присутствует, однако остается нерегулярным и ограниченным по масштабу. Корпоративный рынок облигаций пока используется ограниченным кругом частных компаний, а часть размещений связана с квазисуверенными или аффилированными с государством структурами, а не с полностью частными заемщиками.

Аналитики связывают недавний рост активности на рынке долговых инструментов с<sup>60</sup>:



более активной ролью государства как эмитента

Эти меры способствовали росту объемов размещений и торгов, однако также показывают, что долговой рынок на текущем этапе в большей степени выполняет функцию канала государственного финансирования, чем широкого механизма распределения капитала для частного сектора.

законодательными реформами, направленными на совершенствование регулирования рынка

В целом долговой рынок Кыргызстана демонстрирует измеримый прогресс с точки зрения активности и участия, особенно в сегменте суверенных инструментов. Вместе с тем рынок остается относительно концентрированным: диверсификация эмитентов пока формируется, ликвидность вторичного рынка остается невысокой, а банки продолжают

укреплением доверия инвесторов к суверенным инструментам

играть ключевую роль в качестве основных инвесторов. По мере расширения корпоративных размещений и роста ликвидности вторичного рынка долговой рынок может постепенно перейти от преимущественно государственного канала финансирования к более широкой платформе, поддерживающей развитие рынка капитала.

<sup>58</sup> Government Securities Drive Growth on Kyrgyz Stock Exchange – The Times of Central Asia, 2025

<sup>59</sup> Kyrgyz Stock Exchanges Witness Explosive Growth in Trading Volume – Khan Teniri Capital, 2025

<sup>60</sup> Government Securities Drive Growth on Kyrgyz Stock Exchange – The Times of Central Asia, 2025

4. РЕГИОНАЛЬНЫЙ ОБЗОР:  
УЗБЕКИСТАН, КЫРГЫЗСТАН, АЗЕРБАЙДЖАН**ОГРАНИЧЕНИЯ РЫНКА  
И ТРАЕКТОРИЯ  
РАЗВИТИЯ**

4.2.5

**Дальнейшее развитие рынка капитала Кыргызстана связано с последовательным укреплением рыночной инфраструктуры, расширением базы эмитентов и инвесторов, а также повышением роли рынка в привлечении долгосрочного финансирования.**

Ключевые ограничения включают:

**База эмитентов и  
рыночная емкость:**

текущая структура рынка влияет на объемы размещений, разнообразие инструментов и глубину инвесторской базы.

**Ликвидность:**

активность вторичных торгов на рынке акций и в сегменте долговых инструментов пока остается ограниченной, что влияет на качество ценообразования и возможности для более активного участия инвесторов.

**Структура  
инвесторской базы:**

банки занимают значительную долю в сегменте долговых инструментов, тогда как участие институциональных инвесторов, включая пенсионные фонды и управляющие компании, остается на этапе формирования.

Недавний рост объемов торгов, обусловленный преимущественно государственными ценными бумагами, свидетельствует об операционном импульсе, а не о структурной зрелости рынка. В отсутствие расширения базы эмитентов, увеличения доли акций в свободном обращении, совершенствования посттрейдинговых систем и усиления участия инвесторов рост рынка, по всей видимости, останется узким и государственно-ориентированным.

С точки зрения развития рынка капитал Кыргызстана наиболее точно характеризуется как находящийся на начальной стадии формирования, а не на этапе трансформации. Текущая активность обеспечивает государственное финансирование и базовую инфраструктуру рынка ценных бумаг, однако пока не в полной мере выполняет функцию канала мобилизации частного капитала или инструмента экономической диверсификации.

В перспективе развитие рынков капитала Кыргызстана, по всей видимости, будет определяться поступательным укреплением с акцентом на совершенствование инфраструктуры, расширение базы инвесторов, повышение прозрачности и постепенное сближение с региональными и международными практиками. В рамках данной повестки целенаправленные усилия по приватизации и широкие инициативы в области финансовой грамотности могут сыграть решающую роль в трансформации рынка акций из вспомогательного элемента финансовой системы в полноценный канал привлечения капитала и корпоративного финансирования в Кыргызстане.

# АЗЕРБАЙДЖАН



ВВП

74.3 млрд. долл. США

ПИИ

200 млн. долл. США

РЫНОЧНАЯ  
КАПИТАЛИЗАЦИЯ

1.6 млрд. долл. США

## ИНТЕРЕСНЫЙ ФАКТ

2024 год стал историческим переломным моментом — в Азербайджане было проведено первое в истории страны IPO, а также введена дистанционная торговля акциями на вторичном рынке

1-ый IPO

4. РЕГИОНАЛЬНЫЙ ОБЗОР:  
УЗБЕКИСТАН, КЫРГЫЗСТАН, АЗЕРБАЙДЖАН

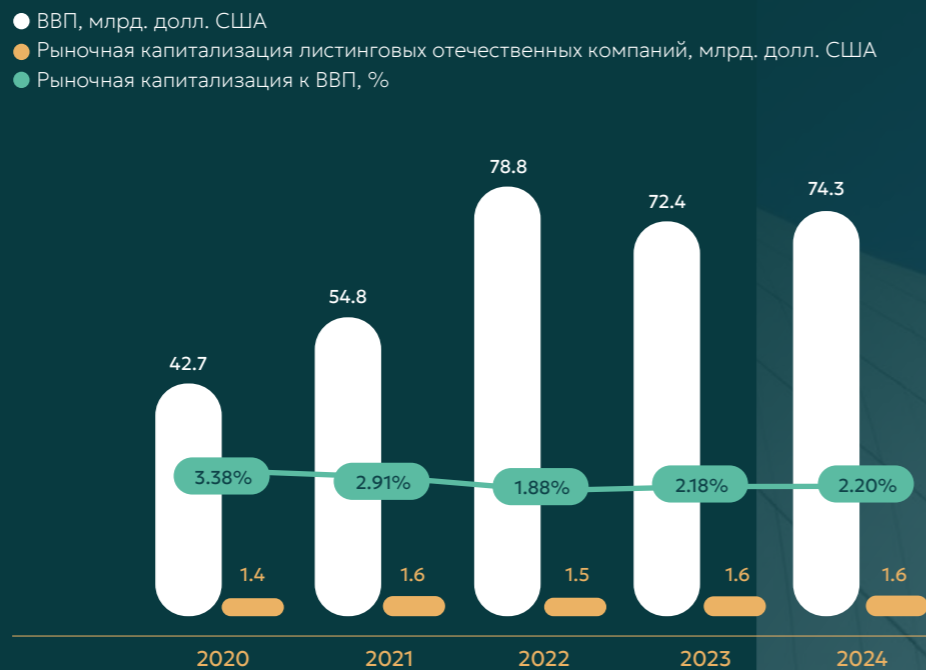
# МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ ОБЗОР

4.3.1

Рисунок 47.

### Азербайджан: ВВП и рыночная капитализация листинговых компаний, млрд долл. США

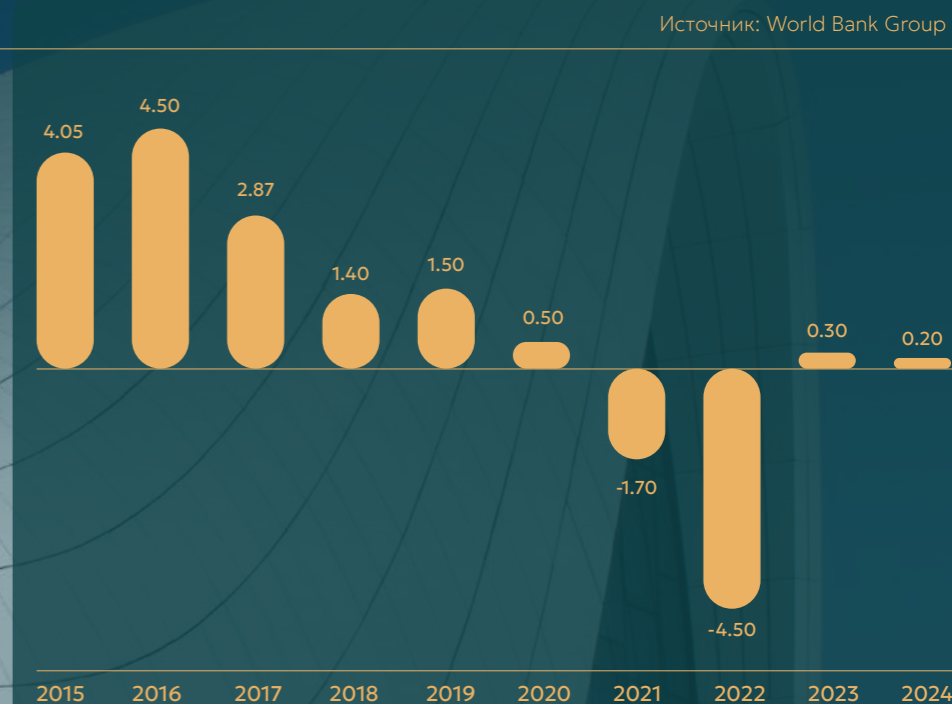
Рынок капитала Азербайджана функционирует в условиях экономики, в которой нефтегазовый сектор сохраняет ведущую роль в формировании ВВП, экспорта и бюджетных доходов. Номинальный ВВП вырос с 42,7 млрд. долларов США в 2020 году до 74,3 млрд. долларов США в 2024 году, что отражает постпандемийное восстановление экономики и влияние внешних макроэкономических условий.



Сегмент акций Азербайджана развивается более умеренными темпами по сравнению с общей динамикой экономики. Отношение капитализации компаний в листинге внутреннего рынка к ВВП снизилось с 3,36% в 2020 году до 1,86% в 2022 году, после чего восстановилось до около 2,2% в 2024 году. Это указывает на сохраняющийся ограниченный уровень рыночной ликвидности.

Рисунок 48.

### Прямые иностранные инвестиции, чистый приток (платёжный баланс, млрд. долл. США)



Показатель чистого притока ПИИ отражает баланс между новыми иностранными инвестициями и репатриацией инвестиционного дохода и является ключевым индикатором инвестиционной привлекательности страны. В Азербайджане динамика чистого притока прямых иностранных инвестиций после 2016 года была менее устойчивой. В 2021-2022 гг. чистый приток ПИИ был отрицательным, поскольку выплаты инвестиционного дохода превысили объем новых вложений - на 1,7 млрд. долл. США и 4,5 млрд. долл. США соответственно. По данным Всемирного банка, в 2023-2024 гг. чистый приток вернулся к умеренно положительным значениям - около

0,2-0,3 млрд. долл. США, однако пока остается ниже прежних исторических средних значений.

С точки зрения рынка капитала, банковское и государственное финансирование сохраняют важную роль, тогда как публичные рынки капитала продолжают постепенно развивать свою функцию в мобилизации частного капитала. Это отражает текущую структуру рынка, где доля акций в свободном обращении остается ограниченной, а рынок долговых инструментов, включая суверенные выпуски и облигации компаний с государственным участием, имеет более устоявшуюся роль в финансировании.

4. РЕГИОНАЛЬНЫЙ ОБЗОР:  
УЗБЕКИСТАН, КЫРГЫЗСТАН, АЗЕРБАЙДЖАНСТРУКТУРА И  
ИНФРАСТРУКТУРА РЫНКА  
КАПИТАЛА

4.3.2

Организованные торги ценными бумагами в Азербайджане сосредоточены на Бакинской фондовой бирже (БФБ), единственной фондовой бирже страны. БФБ начала деятельность 15 февраля 2000 года при поддержке Центрального банка Азербайджанской Республики (ЦБАР)<sup>61</sup>. Биржа имеет форму закрытого акционерного общества и объединяет 20 акционеров.

Хронология институционального развития в современную эпоху включает<sup>62</sup>:



1997

основание БФБ

2000

начало торгов

2004

расширение в сегменты корпоративных облигаций, акций и нот центрального банка

2006

введение межбанковского РЕПО

2009

начало торгов ипотечными облигациями

2013

создание первого института маркет-мейкера

2016

запуск облигаций SOCAR и централизованной торговой платформы SETA

2019

вступление в международную ассоциацию фондовых бирж и первый выпуск облигаций в национальной валюте иностранным эмитентом

2020

партнёрство со Всемирной федерацией бирж и присоединение к инициативе ООН «Устойчивые фондовые биржи»

2024

— БФБ провела обновление бренда, а также отметила два важных для рынка события: первое публичное размещение акций (IPO) в Азербайджане и запуск дистанционной торговли акциями на вторичном рынке.

Пост-торговая инфраструктура рынка обеспечивается Национальным депозитарным центром (НДЦ), который выполняет функции центрального депозитария. НДЦ отвечает за организацию и координацию депозитарной системы, учет прав собственности и иных прав на ценные бумаги, а также регистрацию сделок с ценными бумагами. Его функции включают депозитарное обслуживание, клиринг, услуги национального нумерационного агентства, ведение реестров, а также функции исполнителя и платежного агента.

Регуляторная архитектура рынка ценных бумаг Азербайджана носит относительно централизованный характер. Центральный банк Азербайджанской Республики (ЦБАР) выступает государственным регулятором фондовой биржи и рынка ценных бумаг и обладает полномочиями по установлению правил функционирования рынка, включая вопросы участия иностранных компаний. При этом для иностранных листингов сохраняются отдельные особенности регулирования. Основные правила листинга БФБ, утвержденные 28 октября 2021 года, не регулируют листинг иностранных компаний. Иностранные эмитенты, планирующие обращение своих ценных бумаг на внутреннем рынке, должны получить

сертификат ЦБАР в соответствии с правилами обращения ценных бумаг иностранных эмитентов, утвержденными в 2000 году<sup>63</sup>.

Важным ориентиром текущего этапа развития является Стратегия развития БФБ на 2024-2026 годы, которая закрепляет более структурированный подход к расширению предложения ценных бумаг и инвесторской базы во всех сегментах рынка<sup>64</sup>. Стратегия делает акцент на взаимосвязанных приоритетах: повышении готовности эмитентов к выходу на рынок, расширению доступа инвесторов и развитию институционального потенциала.

В этом контексте Программа листингового консультирования (Listing Advisory Program) и публично доступный Калькулятор эмитента (Issuer Calculator) выступают в качестве практических инструментов, поддерживающих цели стратегии. В совокупности они указывают на целенаправленную работу по снижению информационных и процедурных барьеров для потенциальных эмитентов за счет повышения прозрачности требований к размещению, ожидаемых затрат и регуляторных процессов, а также предоставления структурированной консультационной поддержки на протяжении всего цикла листинга.

Программа листингового консультирования The Listing Advisory Program<sup>65</sup> позиционируется как комплексный механизм поддержки компаний, планирующих привлечь финансирование через выпуск ценных бумаг. Она направлена на подготовку эмитентов к требованиям соответствующих сегментов рынка, повышение финансовой прозрачности и совершенствование корпоративного управления. Программа предусматривает сопровождение компаний на этапах структурирования выпуска и размещения ценных бумаг, доступ к сети экспертов и эмитентов, медийную поддержку, а также взаимодействие с инвесторской базой.

Калькулятор эмитента БФБ предоставляет публичную оценку расходов на выпуск и листинг в зависимости от типа ценной бумаги, объёма эмиссии, срока листинга и рыночного сегмента; при этом он не учитывает вознаграждение андеррайтера и торговые тарифы БФБ, а выпуски в иностранной валюте требуют ввода данных в эквиваленте азербайджанского маната (AZN).

<sup>61</sup> Baker McKenzie, 2024<sup>62</sup> Baku Stock Exchange<sup>63</sup> Baker McKenzie, 2024<sup>64</sup> Baku Stock Exchange Strategic Development Directions for 2024-2026<sup>65</sup> Baku Stock Exchange

4. РЕГИОНАЛЬНЫЙ ОБЗОР:  
УЗБЕКИСТАН, КЫРГЫЗСТАН, АЗЕРБАЙДЖАН

## 4.3.2

Стратегия на 2024–2026 годы определяет рост внутреннего рынка облигаций в качестве ключевого приоритета. В ней обозначены следующие индикативные показатели потенциального роста:



## По облигационному рынку:

Выпуск облигаций государственных предприятий:

потенциал 765 млн долл. США (1,3 млрд азербайджанских манатов)

Участие институциональных инвесторов:

потенциал 1,47 млрд долл. США (2,5 млрд азербайджанских манатов)

Выпуск корпоративных облигаций:

потенциал 882 млн долларов США (1,5 млрд азербайджанских манатов)

Стратегия также предусматривает расширение участия частных инвесторов на рынке локальных облигаций. Потенциальный дополнительный спрос оценивается в 165 млн. долларов США, или 280 млн. азербайджанских манатов, что отражает стремление привлечь внутренние сбережения населения в инструменты рынка капитала.

В части рынка акций стратегия ориентирована на расширение участия инвесторов и формирование портфеля потенциальных сделок, а не на краткосрочное увеличение объемов. Она предусматривает меры по упрощению доступа розничных инвесторов через более тесную интеграцию с банками и посредниками, а также поддержку IPO частного сектора через адресные механизмы содействия. В качестве индикативных ориентиров обозначены потенциальный рост инвестиций физических лиц в акции на 97 млн. долл. США, или 165 млн. азербайджанских манатов, а также увеличение рыночной капитализации за счет IPO частного сектора до 500 млн. азербайджанских манатов, или около 294 млн. долл. США. Это отражает акцент на постепенном расширении состава публичных компаний, а не на быстром наращивании масштабов рынка.

Важный акцент стратегии – необходимость развития институционального потенциала самой биржи: обновление организационной структуры и корпоративного управления, цифровизация и IT-инфраструктура (завершение модулей торговой системы, создание единой базы торговых данных).

Модернизация инфраструктуры также принесла ощутимые результаты в плане повышения операционной эффективности. Согласно последним рыночным данным, обновление электронных торговых платформ позволило сократить транзакционные издержки примерно на 35% и обеспечило возможность расчетов в режиме реального времени. Интеграция с международными клиринговыми системами дополнительно способствовала развитию трансграничных инвестиционных потоков, расширив доступность рынка для иностранных институциональных участников и приблизив инфраструктуру внутреннего рынка к международным операционным стандартам<sup>66</sup>.

Вместе с тем практика рынка показывает, что отдельные элементы стратегии по развитию каналов доступа уже реализуются. В частности, ряд банков начал внедрять разделы «Инвестиции» в свои мобильные приложения, обеспечивая розничным инвесторам более удобный доступ к инструментам рынка капитала.

По состоянию на октябрь 2025 года семь компаний завершили первичные публичные размещения акций за рассматриваемый период и в совокупности привлекли около 340 млн. долл. США. Новые листинги были сосредоточены в секторах технологий, телекоммуникаций и финансовых услуг, что способствовало увеличению совокупной рыночной капитализации до 18,4 млрд. долл. США<sup>67</sup>.

<sup>66</sup> Baku Stock Exchange Trading Volume Surges 156% - Caucasus business journal, 2025

<sup>67</sup> Baku Stock Exchange Trading Volume Surges 156% - Caucasus business journal, 2025



## ОБЗОР РЫНКА АКЦИЙ

Рынок акций Азербайджана остается относительно неглубоким, однако Стратегия развития БФБ на 2024-2026 годы указывает на более активный подход к развитию этого сегмента. БФБ характеризует 2024 год<sup>68</sup> как важный этап для рынка акций, связанный с первым IPO в истории Азербайджана и запуском дистанционной торговли акциями на вторичном рынке. Эти изменения имеют принципиальное значение, поскольку они направлены на преодоление двух долгосрочных ограничений: ограниченного предложения новых эмиссионных инструментов и недостаточно развитых каналов доступа для розничных инвесторов.

Стратегия на 2024-2026 годы закрепляет это направление, рассматривая развитие рынка акций как вопрос расширения участия инвесторов и формирования предложения новых эмиссий, а не только как задачу развития торговой инфраструктуры. В части рынка акций стратегия предусматривает несколько основных блоков мер:

Обеспечении открытия инвестиционных счетов через онлайн- и мобильные каналы банков и посредников, а также синхронизации инфраструктуры БФБ с банками, посредниками и НДЦ

Системном развитии базы эмитентов посредством расширенной консультационной поддержки (включая «Программу листингового консультирования 2.0», упомянутую в стратегии)

Программе акселерации IPO, разработанной в партнёрстве с бизнес-ассоциациями и институтами поддержки МСП<sup>69</sup>

В целом рынок акций Азербайджана можно охарактеризовать как находящийся на раннем этапе развития, но имеющий стратегический приоритет в повестке БФБ. Он все еще ограничен по числу компаний в листинге и глубине вторичного рынка, однако поддерживается структурированной институциональной программой, ориентированной на расширение розничного доступа через банковские каналы, повышение готовности эмитентов и развитие корпоративного управления, а также ускорение формирования портфеля потенциальных IPO.

<sup>68</sup> Baku Stock Exchange

<sup>69</sup> Baku Stock Exchange Strategic Development Directions for 2024-2026

4. РЕГИОНАЛЬНЫЙ ОБЗОР:  
УЗБЕКИСТАН, КЫРГЫЗСТАН, АЗЕРБАЙДЖАН

# ОБЗОР ДОЛГОВОГО РЫНКА

## 4.3.4

В Азербайджане долговые инструменты исторически были более развитым сегментом внутреннего рынка капитала по сравнению с рынком акций. Такая структура в целом соответствует модели, характерной для ряда рынков региона, где активность на рынке инструментов с фиксированной доходностью во многом формируется за счет суверенных и квазисуверенных выпусков, а также участия банковского сектора. Стратегия БФБ на 2024-2026 годы определяет развитие

рынка облигаций как один из ключевых инструментов укрепления внутреннего рынка капитала. Среди основных направлений обозначены расширение выпуска облигаций государственными предприятиями, укрепление базы институциональных инвесторов, включая банки, страховые компании, потенциально управляющие компании и пенсионные механизмы, а также развитие корпоративного рынка облигаций как канала финансирования реального сектора экономики<sup>69</sup>.

В марте 2025 года «зеленые» облигации SOCAR начали обращаться на вторичном рынке Бакинской фондовой биржи, став первым инструментом такого типа на внутреннем рынке. Этот выпуск расширяет линейку долговых инструментов и поддерживает развитие сегмента устойчивого финансирования. Он также опирается на сформированную базу инвесторов в облигации SOCAR, которые обращаются на БФБ с 2016 года, что может создать основу для дальнейшего развития тематических и ESG-инструментов.

Распределение объема торгов на Бакинской фондовой бирже показывает, что основная активность приходится на инструменты управления ликвидностью и инструменты государственного сектора, тогда как инструменты привлечения капитала частным сектором пока формируют меньшую часть торговой активности<sup>71</sup>. На протяжении рассматриваемого периода операции РЕПО и инструменты Центрального банка формировали значительную часть объема торгов, что указывает на

преобладание операций, связанных с управлением ликвидностью банковского сектора и денежно-кредитной политикой, над вторичной торговлей корпоративными ценными бумагами. **Оборот государственных облигаций последовательно увеличивался, особенно в 2023-2025 годах<sup>73</sup>**, отражая растущую роль внутренних долговых инструментов в государственном финансировании и наличие устойчивого спроса со стороны внутренних инвесторов. В то же время корпоративные ценные бумаги

и ипотечные облигации остаются стабильными и относительно небольшими по объему торгов<sup>74</sup>, что указывает на пока ограниченную роль рынка капитала в финансировании инвестиций частного сектора. Таким образом, значительный рост совокупного оборота в 2023-2024 годах следует рассматривать прежде всего как результат повышения активности в сегментах РЕПО и инструментов государственного сектора<sup>75</sup>.

**Примечательной особенностью стратегического плана является наличие оценок «рыночного потенциала», привязанных к данным инициативам (прогнозируемых биржей с оговоркой о возможном отклонении фактических результатов от ожидаемых)<sup>76</sup>:**

Потенциал роста объемов облигаций ГОК:

**765 млн долларов США (1,3 млрд. азербайджанских манатов)**

Потенциал институциональных инвесторов:

**1,47 млрд. долларов США (2,5 млрд. азербайджанских манатов)**

Потенциал роста объемов корпоративных облигаций:

**882 млн долларов США (1,5 млрд. азербайджанских манатов)**

<sup>69</sup> Baku Stock Exchange Strategic Development Directions for 2024-2026

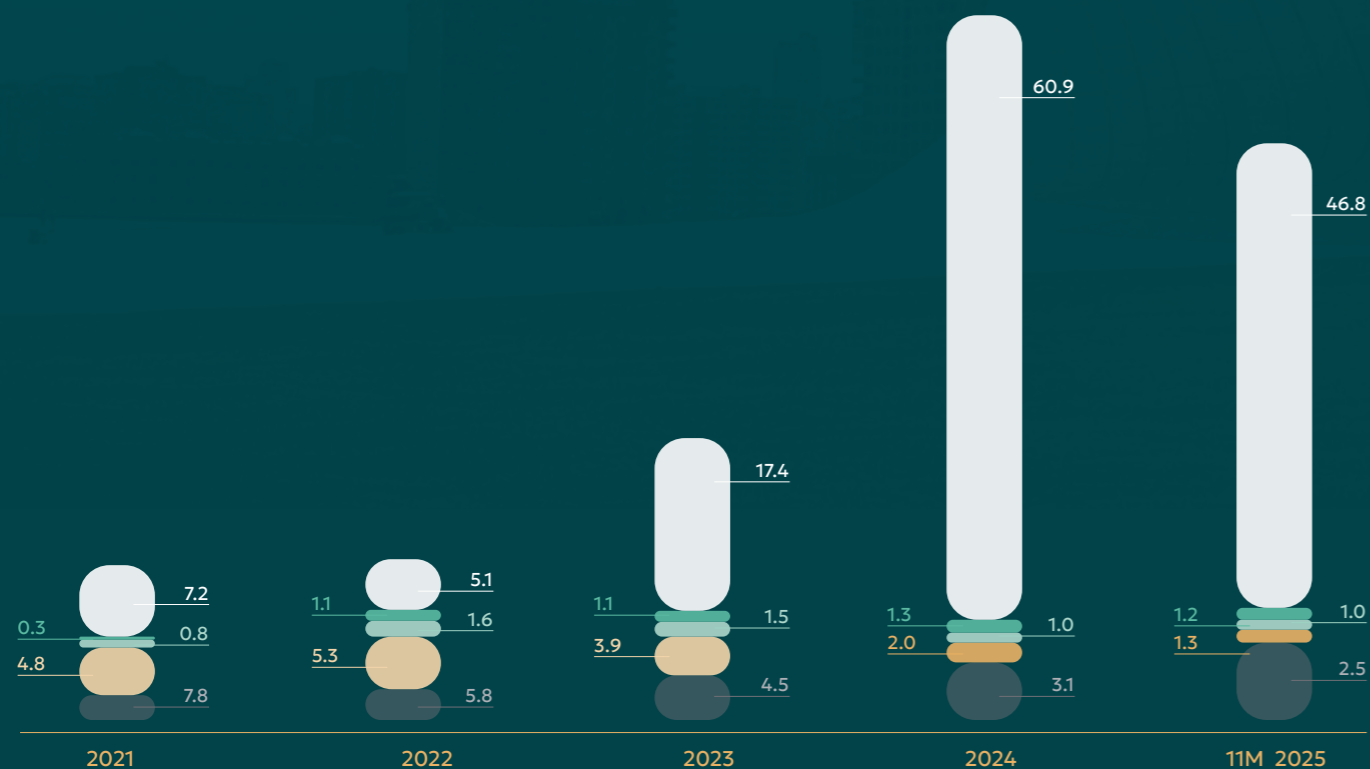
<sup>70</sup> SOCAR's "Green Bonds" Commence Trading on the Baku Stock Exchange – AzFen, 2025

Рисунок 49.

Объем торгов, млрд. азербайджанского манатов

Источник: Baku Stock Exchange

- Государственные облигации
- Ноты ЦБАР
- Ипотечные облигации
- Ценные бумаги ЦБАР
- Корпоративные ценные бумаги
- РЕПО



Стратегия акцентирует внимание на формировании спроса на облигации со стороны физических лиц, включая информационные кампании и тематические мероприятия. Ориентировочная оценка потенциала розничных инвесторов составляет около 165 млн. долл. США, или 280 млн. азербайджанских манатов, что указывает на наличие неиспользованного потенциала внутренних сбережений для развития спроса на инструменты рынка капитала.

В публикациях октября 2025 года отмечался значительный рост объема торгов на БФБ за первые три квартала 2025 года, при этом размещения государственных облигаций и уровень их доходности выделялись как один из ключевых

факторов рыночной активности<sup>77</sup>.

Выпуски государственных облигаций совокупным объемом около 2,3 млрд. долл. США привлекли как внутренних, так и иностранных инвесторов. Среднесрочные суверенные облигации торговались с доходностью от 6,85% по двухлетним бумагам до 7,8% по трехлетним бумагам<sup>78</sup>. Доходность суверенных еврооблигаций по состоянию на конец октября 2025 года составляла в среднем 4,8%<sup>79</sup> что отражало более благоприятное восприятие суверенного кредитного профиля и относительно стабильную макроэкономическую среду. Такой профиль спроса подтверждает роль долгового рынка как наиболее функционального и ликвидного сегмента внутреннего рынка

капитала, хотя его динамика по-прежнему во многом связана с потребностями фискального и государственного финансирования.

С точки зрения структуры траектория развития долгового рынка выглядит более определенной по сравнению с рынком акций: Азербайджан уже располагает институциональными «якорями» в лице банков и эмитентов государственного сектора, а стратегия БФБ направлена на развитие этих якорей в программы регулярных размещений и расширение базы инвесторов, поддержки эмиссии, финансового просвещения и синхронизации инфраструктуры между банками, посредниками и НДЦ.

<sup>71</sup> Capital Market Insights of Azerbaijan – Baku Stock Exchange, November 2025

<sup>72</sup> Capital Market Insights of Azerbaijan – Baku Stock Exchange, 2024

<sup>73</sup> Capital Market Insights of Azerbaijan – Baku Stock Exchange, 2023

<sup>74</sup> Capital Market Insights of Azerbaijan – Baku Stock Exchange, 2022

<sup>75</sup> Capital Market Insights of Azerbaijan – Baku Stock Exchange, 2021

<sup>76</sup> Baku Stock Exchange Strategic Development Directions for 2024-2026

<sup>77</sup> Baku Stock Exchange Trading Volume Surges 156% - Caucasus business journal, 2025

<sup>78</sup> Baku Stock Exchange - Q3 2025 Bulletin on Azerbaijan Capital Market Insight

<sup>79</sup> MidLincoln Research

4. РЕГИОНАЛЬНЫЙ ОБЗОР:  
УЗБЕКИСТАН, КЫРГЫЗСТАН, АЗЕРБАЙДЖАНОГРАНИЧЕНИЯ РЫНКА  
И ТРАЕКТОРИЯ  
РАЗВИТИЯ

4.3.5

Ограничения рынка капитала Азербайджана носят преимущественно структурный характер и отражают сочетание нескольких факторов: ограниченное предложение акций, концентрированную базу эмитентов, формирующееся регулирование и необходимость дальнейшего повышения операционной зрелости рынка.

К ключевым ограничениям относятся:



**Невысокая глубина рынка акций и ограниченный охват листинга:**

при небольшом числе компаний в листинге и низком соотношении рыночной капитализации к ВВП акции пока играют ограниченную роль во внутреннем формировании капитала.

**Сложность регистрации иностранных компаний:**

несмотря на наличие регулирования обращения иностранных ценных бумаг на основе более ранних норм ЦБАР и процедуры сертификации, Baker McKenzie указывает на сохраняющиеся практические вопросы, связанные с применением действующих правил и отсутствием прецедентов иностранных размещений. Это может сдерживать развитие трансграничных продуктов и более широкое участие институциональных инвесторов.

**Концентрация инвесторской базы:**

стратегия развития уделяет отдельное внимание расширению институционального и розничного участия. Это указывает на приоритет диверсификации инвесторской базы и постепенного формирования более устойчивого спроса на инструменты рынка капитала.

**Развитие рыночной инфраструктуры:**

стратегия БФБ предусматривает совершенствование организационной структуры, цифровизацию, развитие IT-инфраструктуры, включая системы торговых данных, а также укрепление практик управления рисками. Эти меры формируют институциональную основу для более активного участия эмитентов и инвесторов по мере развития рынка.

Анализ показывает, что иностранные институциональные инвесторы увеличили вложения в азербайджанские ценные бумаги на 78% на фоне частичного смягчения валютных ограничений ЦБАР и повышения регуляторной прозрачности<sup>80</sup>. Дальнейшее развитие рынка может быть поддержано выходом новых корпоративных эмитентов и планируемыми размещениями государственных инфраструктурных облигаций в 2026 году. При этом долгосрочный эффект будет зависеть от устойчивости предложения новых выпусков, сохранения участия инвесторов и дальнейшего развития ликвидности вторичного рынка.

Несмотря на обозначенные ограничения, дальнейшее развитие рынка капитала Азербайджана имеет достаточно структурированный контур, поскольку опирается на дорожную карту БФБ на 2024-2026 годы. Стратегия предусматривает последовательные меры по нескольким направлениям:



расширение практики размещения инструментов с фиксированной доходностью, включая квазигосударственные и корпоративные выпуски

повышение активности институциональных инвесторов

развитие розничных каналов доступа через банки и цифровые платформы

формирование портфеля потенциальных IPO через консультационные и акселерационные программы

В целом, несмотря на ограниченную широту рынка и формирующуюся ликвидность вторичного рынка, дорожная карта БФБ на 2024-2026 годы задает комплекс инициатив по развитию базы эмитентов, расширению участия инвесторов и повышению операционной готовности рынка.

<sup>80</sup> Baku Stock Exchange Trading Volume Surges 156% - Caucasus business journal, 2025

# СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ: ВЬЕТНАМ, ОАЭ И ПОЛЬША

5

## КЛЮЧЕВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ



### 21.5%

Отношение рыночной капитализации акций Польши к ВВП в 2024 году — классифицируется как развитый рынок



### 816 млрд. долл. США

Рыночная капитализация Фондовой биржи Абу-Даби на конец 2024 года, по сравнению с 204 млрд долл. США в 2020 году

### КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ



### 402 эмитентов

На основном рынке Варшавской фондовой биржи по состоянию на 3 квартал 2025 года

### 22%

Отношение рыночной капитализации акций Казахстана к ВВП в 2024 году — классифицируется как пограничный рынок

### 71 млн. долл. США

Объём венчурного финансирования в Казахстане в 2024 году — наибольший в Центральной Азии за этот год

### Сентябрь 2026

Вступает в силу реклассификация Вьетнама по версии FTSE с пограничного до вторичного развивающегося рынка

Три международные траектории — Вьетнам, ОАЭ и Польша — наглядно демонстрируют, как рынки капитала эволюционируют от пограничного или развивающегося статуса к более глубокой интеграции и повышению классификации в глобальных индексах. Общий знаменатель — не размер рынка, а качество институтов, надёжность расчётов, доступность для инвесторов и последовательность регулирования. Пример Польши наиболее показателен для Казахстана: несмотря на соотношение рыночной капитализации к ВВП в 21,5%, практически идентичное казахстанскому показателю в 22%, Польша классифицируется как развитый рынок. Разница заключается в операционной зрелости и соответствии регуляторным стандартам, а не в экономическом масштабе.

## 5. СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ: ВЬЕТНАМ, ОАЭ И ПОЛЬША

# КЛАССИФИКАЦИЯ СТРАН ПО ВЕРСИИ FTSE RUSSELL

5.1

FTSE Russell, ведущий мировой провайдер индексов, классифицирует рынки капитала стран по четырём категориям на основе доступности рынка, его размера, ликвидности и стандартов корпоративного управления. Данные классификации широко используются международными инвесторами и индексными фондами для формирования портфельного распределения и построения бенчмарков.

## Четыре категории:



1

### Пограничные рынки (Frontier Markets) —

небольшие, менее доступные рынки с формирующейся инфраструктурой, регуляторной базой и механизмами защиты инвесторов

2

### Вторичные развивающиеся рынки (Secondary Emerging Markets) —

более зрелые по сравнению с пограничными рынками, характеризующиеся улучшенной ликвидностью, институциональной инфраструктурой и доступом для иностранных инвесторов, однако по-прежнему имеющие ряд ограничений

3

### Продвинутое развивающиеся рынки (Advanced Emerging Markets) —

сформировавшиеся рынки с развитой регуляторной базой, высокой ликвидностью и высокими стандартами корпоративного управления, однако ещё не достигшие полного развития

4

### Развитые рынки (Developed Markets) —

высоколиквидные, полностью доступные рынки с передовой регуляторной и операционной инфраструктурой, высокими стандартами корпоративного управления и значительным участием иностранных инвесторов

## КРИТЕРИИ КЛАССИФИКАЦИИ

FTSE Russell оценивает страны по нескольким параметрам, включая, в частности:



### Доступность рынка —

простота входа для иностранных инвесторов, осуществления торгов и репатриации капитала, включая открытие счетов, ограничения на иностранное владение и эффективность расчётов

### Размер и ликвидность —

рыночная капитализация, коэффициенты оборачиваемости, количество активных ценных бумаг и участие инвесторов

### Регуляторная среда —

качество надзора за рынком, стандарты корпоративного управления, защита инвесторов и прозрачность

### Операционная инфраструктура —

системы торгов, клиринга и расчётов, включая электронные платформы, функциональность центрального депозитария и подключение к международным кастодианам

### Макроэкономическая и политическая стабильность —

общая экономическая политика, конвертируемость валюты и политические условия, влияющие на рынки капитала

## Значимость классификации

Классификации стран FTSE Russell обновляются ежегодно по итогам всестороннего анализа рынков каждой страны. Изменения в классификации могут оказывать существенное влияние на потоки иностранных инвестиций, включение в индексы и глобальную узнаваемость:

- Повышение статуса с пограничного до вторичного развивающегося рынка может увеличить приток международных портфельных инвестиций по мере того, как индексные фонды и институциональные инвесторы корректируют позиции с учётом нового статуса
- Понижение статуса или исключение из индексов способно снизить узнаваемость и ликвидность, что подчёркивает важность поддержания стандартов корпоративного управления, прозрачности и операционных показателей
- Предоставляя стандартизированную систему оценки, FTSE Russell позволяет инвесторам сравнивать рынки в глобальном масштабе, отслеживать прогресс во времени и принимать обоснованные решения о распределении активов на основе анализа зрелости и доступности рынков

В рамках методологии FTSE Казахстан на данный момент классифицируется как формирующийся рынок, что отражает как текущий уровень его развития, так и потенциал роста. Процесс перехода в более высокую категорию носит постепенный характер и может занять несколько лет, так как требует соответствия широкому ряду критериев и подтверждений устойчивого прогресса в долгосрочной перспективе.

Несмотря на то что вопросы глубины рынка и ликвидности остаются актуальными, на процесс

реклассификации также влияют методологические особенности системы FTSE. При этом отмечаются позитивные шаги Казахстана в области укрепления регуляторной среды, совершенствования рыночной инфраструктуры и упрощения доступа для иностранных инвесторов. Регуляторы и местные биржи продолжают работу по реализации реформ, что способствует дальнейшему развитию финансового сектора и создает предпосылки для повышения статуса страны в классификации FTSE Russell.

## 5. СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ: ВЬЕТНАМ, ОАЭ И ПОЛЬША

# ВЬЕТНАМ

5.2

Современный рынок капитала Вьетнама формировался постепенно, через последовательные институциональные преобразования, а не в результате единовременной волны реформ. Этот процесс начался с преобразования государственных предприятий в акционерные общества в 1992 году, после чего в 1996 году была учреждена Государственная комиссия по ценным бумагам (SSC).



ВВП

478.4 млрд. долл. США

РЫНОЧНАЯ  
КАПИТАЛИЗАЦИЯ

204.6 млрд. долл. США

## ИНТЕРЕСНЫЙ ФАКТ

99% инвестиционных счетов принадлежали розничным инвесторам в 2000 году

99%

5. СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ: ВЬЕТНАМ, ОАЭ И ПОЛЬША

# МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ ОБЗОР

## 5.2.1

С институциональной точки зрения Вьетнам придерживался модели двух бирж: Фондовая биржа Хошимина (HOSE) стала основной площадкой для торговли акциями компаний с высокой капитализацией в 2000 году, а Ханойская фондовая биржа (HNX) — площадкой для размещения бумаг компаний меньшего размера и торговли государственными облигациями в 2005 году. С течением времени регуляторная консолидация и модернизация инфраструктуры были направлены на снижение фрагментированности и повышение операционной эффективности рынка — прежде всего с точки зрения иностранных институциональных инвесторов.

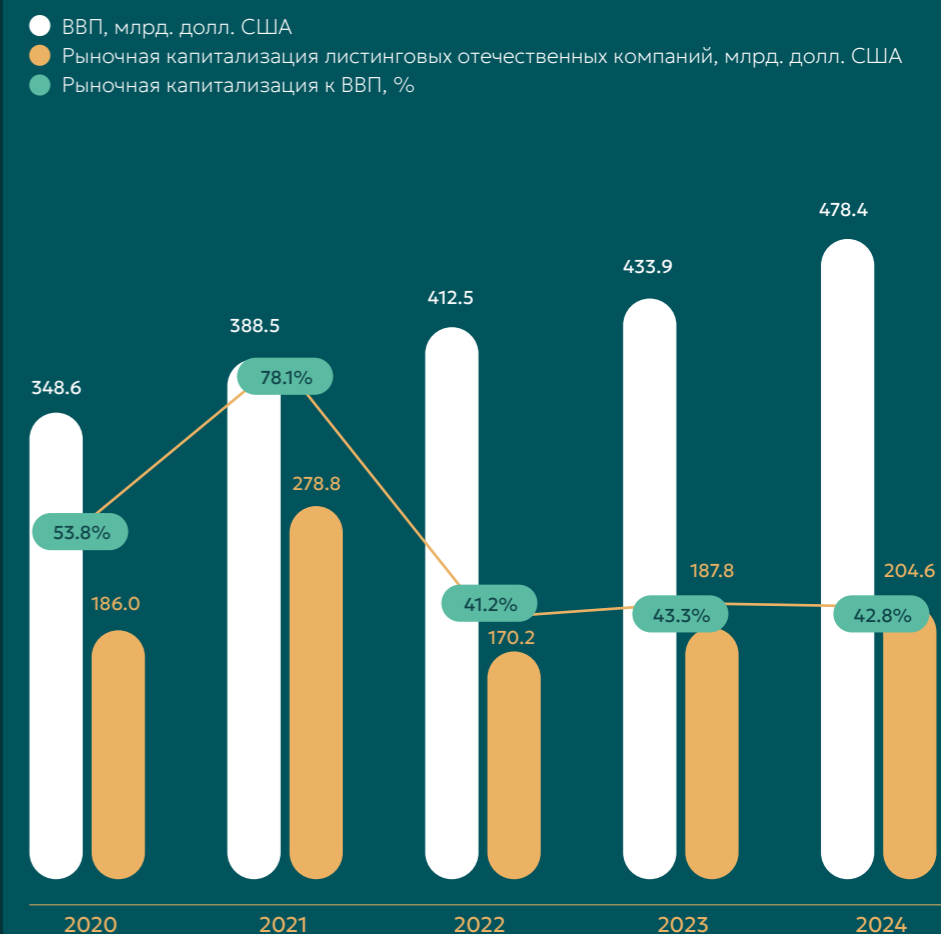
Вьетнам также учредил Депозитарий ценных бумаг Вьетнама (VSD) в 2006 году, неоднократно пересматривал Закон о ценных бумагах (в том числе в 2010 и 2019 годах) и запустил рынок финансовых деривативов в 2017 году в рамках более широких усилий по диверсификации инструментов и укреплению функционирования рынка. Такая последовательность преобразований важна тем, что позволяет рассматривать последующее повышение индексного статуса Вьетнама как результат многолетнего укрепления регуляторной и институциональной основы рынка, а не исключительно циклической динамики рынка<sup>81</sup>.

Рисунок 50.

### Вьетнам: ВВП и рыночная капитализация листинговых компаний, млрд долл. США

По данным Всемирного банка, номинальный ВВП Вьетнама вырос с приблизительно 31 млрд. долл. США в 2000 году до более чем 400 млрд. долл. США к 2023 году, что отражает устойчивую индустриализацию, рост экспорта и увеличение внутреннего потребления<sup>82</sup>. Данная экспансия существенно расширила как потенциальную базу эмитентов, так и пул внутренних сбережений, несмотря на то что финансовое посредничество по-прежнему оставалось преимущественно банковским.

Источник: World Bank



<sup>81</sup> The Emerging Asia-Pacific Capital Markets: Challenges and Opportunities – CFA Institute Research Foundation

<sup>82</sup> GDP (current US\$), Viet Nam – World Bank Group

5. СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ:  
ВЬЕТНАМ, ОАЭ И ПОЛЬШАОБЗОР РЫНКА  
АКЦИИ

5.2.2

Рынок акций Вьетнама исторически характеризовался высокой долей розничных инвесторов — в 2000 году 99% инвестиционных счетов принадлежало физическим лицам — а также периодическими всплесками ликвидности, при этом модернизация рынка осуществлялась параллельно с более широким институциональным укреплением<sup>83</sup>.

С точки зрения структуры рынок акций Вьетнама по-прежнему характеризуется:



высокой долей розничных инвесторов

значительной долей государственной собственности в стратегических секторах — таких как банковский, энергетический и инфраструктурный — при этом частичная приватизация постепенно увеличивала долю акций в свободном обращении

растущим интересом иностранных инвесторов, исторически сдерживавшимся ограничениями на владение акциями и операционными барьерами, а не отсутствием экономического масштаба

Несмотря на то что рост абсолютной рыночной капитализации сам по себе не определяет рыночную классификацию, система FTSE Russell придает особое значение «инвестируемости» (investability) — определяемой как практическая способность международных инвесторов эффективно входить в позиции, удерживать их и проводить ребалансировку.

ОБЗОР ДОЛГОВОГО  
РЫНКА

5.2.3

Финансовая система Вьетнама остаётся преимущественно банковско-ориентированной. Государственные облигации составляют основу внутренних рынков капитала, выступая каналом бюджетного финансирования и инструментом для операций денежно-кредитной политики, тогда как рынок корпоративных облигаций развивался эпизодически, а затем сократился вследствие ужесточения регулирования, направленного на повышение прозрачности и защиты инвесторов<sup>84</sup>.

К ключевым структурным характеристикам относятся:



суверенные облигации как наиболее стабильный и ликвидный сегмент внутреннего долгового рынка

рост рынка корпоративных облигаций в периоды более благоприятных финансовых условий с последующим снижением активности на фоне проблем корпоративного управления и усиления регуляторного внимания к защите инвесторов

ограниченная роль иностранного участия на рынке долговых инструментов в национальной валюте по сравнению с более продвинутыми развивающимися рынками

<sup>83</sup> The Emerging Asia-Pacific Capital Markets: Challenges and Opportunities – CFA Institute Research Foundation

<sup>84</sup> Unlocking the Potential of Viet Nam's Capital Markets – The World Bank, 2023

5. СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ:  
ВЬЕТНАМ, ОАЭ И ПОЛЬША**КЛАССИФИКАЦИЯ РЫНКОВ FTSE:  
ПЕРЕХОД ОТ ПОГРАНИЧНОГО РЫНКА К  
ВТОРИЧНОМУ РАЗВИВАЮЩЕМУСЯ И ЕГО  
ПОСЛЕДСТВИЯ ДЛЯ КАЗАХСТАНА**

## 5.2.4

FTSE Russell подтвердил решение о реклассификации в 2025 году, указав, что изменение планируется к введению в действие с сентября 2026 года в соответствии с графиком имплементации индекса, описанным в материалах FTSE<sup>85</sup>. Материалы FTSE Russell по реклассификации Вьетнама свидетельствуют о том, что повышение статуса отражает не столько размер рынка, сколько его доступность и операционную «инвестируемость» в соответствии

с системой классификации стран. Реклассификация происходит в том случае, когда страна соответствует всем критериям, установленным в Системе классификации рынков акций FTSE (FTSE Equity Country Classification Framework). При оценке по данным критериям различные рынки могут сталкиваться с ограничениями в разных областях — в зависимости от их институциональных, регуляторных и операционных характеристик.

Несмотря на то что данный результат отражает траекторию, сформированную более широким экономическим, регуляторным и институциональным контекстом Вьетнама, объявление FTSE Russell о реклассификации обращает внимание на ограниченный круг конкретных мер, иллюстрирующих характер улучшений операционной эффективности рынка, оцениваемых в рамках классификационного процесса.

**Реклассификация в статус вторичного развивающегося рынка, как правило, сопряжена с изменениями в критериях включения в индексы, способными повлиять на распределение капитала. В частности, включение в индексы FTSE Emerging:**

повышает значимость рынка для пассивных стратегий, отслеживающих данные бенчмарки

расширяет возможности для включения рынка в инвестиционные мандаты активных управляющих по развивающимся рынкам, которые не предусматривают инвестиции в пограничные рынки<sup>87</sup>

Вьетнам выполнил все критерии для получения статуса вторичного развивающегося рынка в рамках Системы классификации рынков акций FTSE. В своих материалах по реклассификации FTSE Russell особо отмечает следующие достижения<sup>86</sup>:

отмена требования предварительного фондирования для иностранных институциональных инвесторов (FII) с введением модели без предварительного фондирования (NPF)

создание формализованного процесса урегулирования несостоявшихся сделок

FTSE Russell также отмечает, что реклассификация подлежит промежуточному пересмотру в марте 2026 года. Данный пересмотр будет сосредоточен на:

подтверждённой эффективности доступа для глобальных брокеров, что является необходимым условием для репликации индекса и удовлетворения потребностей международного инвестиционного сообщества

Опыт Вьетнама важен для Казахстана как пример того, как последовательные улучшения рыночной инфраструктуры, доступа инвесторов и операционных процедур могут повлиять на индексную классификацию страны. В этом контексте можно выделить несколько параллелей:

Масштаб рынка имеет значение, но сам по себе не является решающим фактором: рост экономики Вьетнама создал потенциал для углубления рынка капитала, однако реклассификация FTSE Russell стала следствием конкретных регуляторных и операционных улучшений, а не роста экономики самого по себе.

Прогресс в области доступности рынка и инвестируемости оказался достаточным для реклассификации, несмотря на то, что финансовая система по-прежнему остаётся преимущественно банковско-ориентированной, а развитие долгового рынка неравномерно по сегментам

Последовательность реформ имеет значение: опыт Вьетнама показывает, что улучшение доступности рынка, надежности расчетов и регуляторной ясности стало базой для последующей диверсификации инструментов.

Реклассификация определяется последовательным прогрессом реформ: решение FTSE Russell отражает накопленные регуляторные и операционные улучшения, а не результат отдельной реформы или краткосрочного изменения рыночной конъюнктуры

<sup>85</sup> Reclassification of Vietnam from Frontier to Secondary Emerging Market Status, FAQ

<sup>86</sup> FTSE Russell announces results of September 2025 semi-annual country classification review for equities and fixed income

<sup>87</sup> Vietnam's Upgrade to Emerging Market Status – The Diplomat, 2025

5. СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ:  
ВЬЕТНАМ, ОАЭ И ПОЛЬША

## ОАЭ

5.3

Развитие рынка капитала Абу-Даби тесно связано с долгосрочной повесткой диверсификации эмирата, которая активизировалась в течение последнего десятилетия на фоне политики, направленной на углубление финансовых рынков и расширение нефтефтяной экономической деятельности.

РЫНОЧНАЯ КАПИТАЛИЗАЦИЯ

816.3 млрд. долл. США

## ИНТЕРЕСНЫЙ ФАКТ

За последние 4 года стартапы региона привлекли 11 млрд долл. США — однако менее 7,5% из них обеспечили выход инвесторам, при этом около 98% выходов осуществлялись посредством частных сделок

~98%

5. СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ:  
ВЬЕТНАМ, ОАЭ И ПОЛЬШАМАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ  
ОБЗОР

По данным Oxford Business Group (2020)<sup>88</sup>, продолжающиеся регуляторные реформы — включая совершенствование правил листинга, практик раскрытия информации и рыночной инфраструктуры — способствовали постепенному углублению Фондовой биржи Абу-Даби (ADX) и стимулировали более широкое участие как локальных, так и иностранных инвесторов. ADX, учреждённая в 2000 году в рамках ранних реформ рынка капитала ОАЭ, продолжала функционировать наряду с Глобальным рынком Абу-Даби (ADGM) — финансовым центром общего права, запущенным в 2015 году. Такая институциональная модель позволяет Абу-Даби поддерживать как внутреннее формирование капитала на отечественном рынке, так и международную финансовую деятельность в рамках ADGM, функционирующего в соответствии с принципами, согласующимися со стандартами глобальных финансовых центров.

Oxford Business Group также указывает на более масштабные институциональные реформы и развитие вспомогательных правовых и надзорных механизмов, которые в совокупности способствовали росту глубины рынка и устойчивой торговой активности. В рамках стратегии, приуроченной к 25-летию со дня основания, ADX ставит целью дальнейшее расширение линейки продуктов, укрепление посттрейдинговой инфраструктуры и повышение узнаваемости среди глобальных инвесторов<sup>89</sup>. В совокупности данные регуляторные, институциональные и стратегические преобразования формируют основу усилий Абу-Даби по позиционированию себя в качестве конкурентоспособного регионального центра рынков капитала при сохранении согласованности с более широкими реформами рынка ОАЭ и международными стандартами.

## 5.3.1

КЛАССИФИКАЦИЯ РЫНКА И  
МЕЖДУНАРОДНОЕ ПОЗИЦИОНИРОВАНИЕ

## 5.3.2

С точки зрения международного позиционирования важным этапом стало повышение рынка ОАЭ, включая ADX, до статуса вторичного развивающегося рынка (Secondary Emerging Market) в классификации FTSE Russell в 2010 году. Это решение отражало прогресс в регуляторной

прозрачности, расчетной инфраструктуре и условиях доступа иностранных инвесторов к рынку. Согласно обновлению страновой классификации FTSE Russell за 2025 год, ОАЭ сохраняют статус вторичного развивающегося рынка.

<sup>88</sup> Will regulatory reform deepen Abu Dhabi's capital markets? – Oxford Business Group, 2020

<sup>89</sup> Abu-Dhabi Market ADX: Phoenix Of The Desert For A Quarter Of A Century – Finews, 2025

<sup>90</sup> UAE gets emerging market tag from FTSE Group – Reuters, 2010

<sup>91</sup> FTSE Equity Country Classification September 2025 Announcement

5. СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ:  
ВЬЕТНАМ, ОАЭ И ПОЛЬШАОБЗОР РЫНКА  
АКЦИЙ

## 5.3.3

**Рынок акций Абу-Даби стремительно рос последние три-пять лет, чему способствовала волна крупных листингов и повышенное участие розничных и институциональных инвесторов.**

В период с 2020 по 2024 год Фондовая биржа Абу-Даби (ADX) продемонстрировала значительный рост рыночной капитализации, поддержанный комплексом стратегических инициатив, активностью IPO и растущим участием инвесторов. Капитализация биржи более чем удвоилась: с 204 млрд. долларов США (750 млрд. дирхамов ОАЭ) в 2020 году до 816 млрд. долларов США (1,6 трлн. дирхамов ОАЭ) в 2024 году, достигнув к концу 2024 года отметки в 816 млрд. долларов США<sup>92</sup>.

Этот рост был обусловлен следующими ключевыми факторами:

● **Активность в сфере IPO крупных компаний:**

первичные публичные размещения и новые листинги сыграли ключевую роль в расширении рыночного масштаба биржи в 2020–2021 годах. В числе крупнейших размещений — Abu Dhabi Ports, Fertigllobe, ADNOC Drilling, Alpha Dhabi, Multiply Group и Borouge<sup>93</sup>

вторичный рынок — обеспечил создание специализированной платформы для частных компаний и компаний на ранней стадии роста, содействуя их выходу на рынок капитала и повышению ликвидности. Платформа позволяет компаниям получить доступ к базе инвесторов путём прямого листинга акций на бирже без проведения IPO<sup>94</sup>

в 2022 году, продемонстрировав один из наиболее высоких результатов в регионе, чему способствовали рост объёмов торгов и совокупная стоимость торгов в размере ~122,7 млрд. долл. США. Устойчивый импульс сохранялся и в 2024 году: на ADX было совершено сделок с более чем 90 млрд. акций в рамках свыше 4,655 млн транзакций

● **Стратегические инициативы биржи:**

стратегия «ADX One», включающая 22 проекта и запущенная в 2021 году, была направлена на повышение ликвидности посредством стимулов для листинга, снижения торговых сборов и введения инновационных продуктов — в частности, рынка деривативов и совместных индексов FTSE Russell, включая индекс FTSE ADX Growth Market Index

● **Иностранные и институциональные инвестиции:**

в 2022 году чистый приток иностранных инвестиций на ADX составил около 6,53 млрд. долл. США, тогда как чистый приток инвестиций со стороны институциональных инвесторов достиг около 2,18 млрд. долл. США, что отражает высокий уровень доверия со стороны как отечественных, так и иностранных инвесторов<sup>95</sup>

● **Рынок роста:**

запуск и ребрендинг ADX Growth Market в 2022 году — ранее известного как

● **Динамика рынка и торговая активность:**

индекс FTSE ADX General вырос более чем на 20%

**В целом сочетание целенаправленных политических инициатив, активной деятельности в сфере IPO, участия иностранных и институциональных инвесторов, а также совершенствования рыночных механизмов позволило вывести рыночную капитализацию ADX на исторические максимумы, укрепив позиции Абу-Даби в качестве ведущего инвестиционного центра региона Персидского залива.**

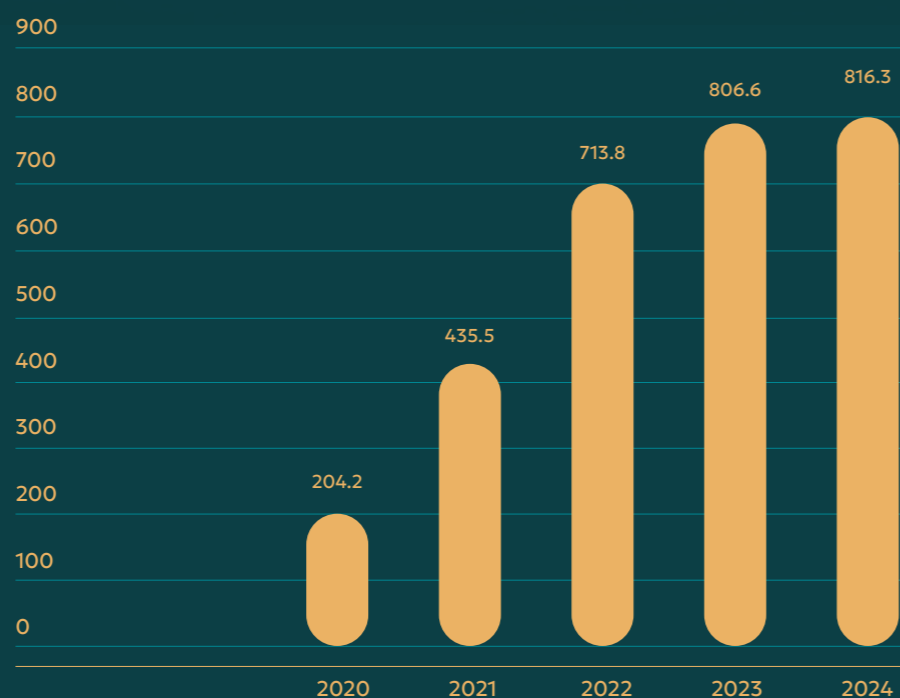
## Ключевые особенности рынка акций:

Рисунок 51.

Капитализация  
рынка ADX,  
млрд. долл. США

Показатели рыночной капитализации наглядно отражают данное ограничение. Совокупная капитализация рынка акций остаётся низкой как в абсолютном выражении, так и в процентном отношении к ВВП, что обусловлено как небольшим числом эмитентов, прошедших листинг, так и ограниченной долей акций в публичном обращении. Значительная часть листинговых компаний представляет собой эмитентов, унаследованных с ранних этапов приватизации, при минимальном текущем участии инвесторов.

Источник: Exchange-rates.org; Emirates News Agency – WAM;



<sup>92</sup> UAE stock markets post AED257 bn market cap growth driven by strong economy – WAM, 2024

<sup>94</sup> ADX unveils rebranded Growth Market to encourage private sector listings - Emirates News Agency – WAM, 2022

<sup>95</sup> ADX gained over 20%, DFM 4.4% in 2022: CBUAE's Financial Stability Report - Emirates News Agency – WAM, 2023

<sup>93</sup> ADX's market capitalisation grew by 25% - Emirates News Agency – WAM, 2022

5. СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ:  
ВЬЕТНАМ, ОАЭ И ПОЛЬШАОБЗОР ДОЛГОВОГО  
РЫНКА

5.3.4

Долговые рынки капитала Абу-Даби определяются суверенными и квазисуверенными эмитентами.

К верифицированным эмитентам на ADX в сегментах облигаций, сукук и нот относятся<sup>96</sup>:



- Abu Dhabi Government
- Abu Dhabi Developmental Holding Company (ADQ)
- Aldar Investments
- Aldar Properties
- Etisalat Group
- First Abu Dhabi Bank (FAB)
- Masdar (Abu Dhabi Future Energy Company)
- Mubadala Development Company (MDGH)
- TAQA (Abu Dhabi National Energy Company)
- ADNOC Distribution (Abu Dhabi National Oil Company)

Данный состав эмитентов свидетельствует о высококачественной базе, в которой доминируют структуры с прочными государственными связями — что характерно для рынков ССЗ и способствует высокому уровню доверия инвесторов и стабильному спросу.

Ключевым событием 2024 года стал листинг государственных облигаций Абу-Даби на ADX на сумму ~5 млрд. долл. США, размещённых тремя траншами<sup>97</sup>:

1,75 млрд. долл. США по ставке 4,875% со сроком погашения в 2029 году

1,5 млрд. долл. США по ставке 5,0% со сроком погашения в 2034 году

1,75 млрд. долл. США по ставке 5,5% со сроком погашения в 2054 году



Столь значительный объём суверенного размещения свидетельствует о высоком уровне доверия инвесторов к кредитному качеству Абу-Даби и способствует дальнейшему углублению его рынков капитала. Размещая облигации с различными сроками погашения — средне- и долгосрочными — Абу-Даби продолжает формирование суверенной кривой доходности, обеспечивая тем самым ключевые ориентиры для ценообразования корпоративных размещений и предоставляя инвесторам возможности для более сложного

управления дюрацией. Наличие 30-летнего транша показывает способность рынка размещать инструменты с длинной дюрацией, что является индикатором повышения глубины рынка и расширения спроса со стороны долгосрочных инвесторов. Данные листинги подкрепляют стратегический курс ADX на расширение платформы инструментов с фиксированным доходом и диверсификацию доступных классов активов в рамках более широкой повестки развития рынка.

<sup>96</sup> ADX.ae

<sup>97</sup> ADX lists \$5 billion bonds issued by Abu Dhabi Government - Emirates News Agency - WAM, 2024

5. СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ:  
ВЬЕТНАМ, ОАЭ И ПОЛЬША**КЕЙС:  
РОЛЬ ВЕНЧУРНОГО КАПИТАЛА В  
РАЗВИТИИ РЫНКА КАПИТАЛА АБУ-ДАБИ  
И ВЫВОДЫ ДЛЯ КАЗАХСТАНА**

## 5.3.5

Развитие венчурного капитала тесно связано с состоянием рынка капитала. Венчурные инвесторы обычно финансируют технологические компании на ранних стадиях с расчетом на последующий выход из инвестиций. Основными вариантами такого выхода являются продажа стратегическому инвестору, вторичная сделка или IPO. Если рынок публичных размещений ограничен или недостаточно адаптирован к потребностям быстрорастущих технологических компаний, инвесторам сложнее выйти из проектов в разумные сроки. Это увеличивает период удержания инвестиций, замедляет возврат капитала и его последующее направление в новые проекты. Поэтому глубина рынка капитала, качество инфраструктуры и наличие рабочих механизмов выхода напрямую влияют на масштаб и устойчивость венчурной экосистемы страны.

Для Казахстана эти наблюдения имеют практическое значение. Стартап- и венчурная экосистема страны расширяется и постепенно

приобретает более международный характер, однако ее дальнейшее развитие зависит от доступности финансирования на поздних стадиях и механизмов выхода для инвесторов. Пока выходы из инвестиций преимущественно осуществляются через частные сделки, а возможности публичного рынка для технологических компаний стадии роста остаются ограниченными, повторное направление капитала в новые проекты могут замедляться.

В этом контексте опыт Абу-Даби важен для Казахстана не как универсальный пример для прямого применения, а как практический ориентир по вопросам, которые могут стать актуальными по мере развития венчурной экосистемы и рынка IPO. В Абу-Даби уже сформировалась повестка, связанная с практической применимостью IPO как механизма выхода для компаний на стадии роста. Этот опыт помогает заранее определить условия такого перехода: глубину рынка капитала, понятную систему листинга и ликвидность акций после выхода компании на биржу.

В ходе круглого стола с участием Abu Dhabi Global Market (ADGM) и London Stock Exchange Group (LSEG) и Shorooq Partners участники провели самооценку региональной экосистемы рынков капитала<sup>98</sup>. Абу-Даби и регион Ближнего Востока и Северной Африки (MENA) в целом представляют собой быстро развивающуюся, но пока ограниченную по возможностям выхода экосистему венчурного капитала. Несмотря на то, что стартапы региона привлекли в совокупности около 11 млрд. долл. США за последние четыре года, менее 7,5% из них завершились выходом инвесторов из капитала. При этом около 98% таких выходов были реализованы через частные сделки, преимущественно слияния и поглощения, а не через публичные размещения. IPO по-прежнему остаются для стартапов длительным и сложным процессом

<sup>98</sup> Capital Markets as a viable path for exits in MENA – Shorooq, London stock exchange, ADGM, 2024

**3** В-третьих, различия между рынками региона MENA усложняют принятие решений о проведении IPO. Отличия в регуляторных системах, требованиях к листингу и рыночной практике на биржах

региона повышают риски подготовки и исполнения сделки, а также могут снижать привлекательность региональных публичных рынков по сравнению с частными сделками по выходу из капитала.

Эти выводы показывают, что для ОАЭ и региона MENA в целом развитие IPO как механизма выхода для компаний стадии роста зависит от нескольких условий: более высокой ликвидности, понятных требований к листингу и активной торговли акциями после размещения. В качестве релевантного ориентира участники также рассматривали опыт Альтернативного инвестиционного рынка Лондонской фондовой биржи (AIM), который предоставляет более адаптированную модель доступа к публичному рынку для компаний роста.

На основе проведенной самооценки (self-assessment) участники сформулировали ряд рекомендаций, которые могут повысить практическую применимость IPO как механизма выхода для венчурных инвесторов и основателей компаний:

- 1 Механизмы поддержания ликвидности после IPO**, включая вторичные размещения и поддержку баланса спроса и предложения, вместо фокуса только на первичном привлечении капитала при выходе на биржу
- 2 Регуляторная гибкость**, в частности снижение или отмена требований к прибыльности для быстрорастущих технологических компаний
- 3 Использование международных бирж в качестве дополнительных площадок для листинга**, позволяющее компаниям региона MENA получить доступ к более крупным пулам капитала при сохранении региональных связей
- 4 Продолжение работы с инвесторами по вопросам технологических IPO** для укрепления доверия и расширения участия местных инвесторов
- 5 Фонды фондов с государственной поддержкой, направленные на укрепление пула компаний, готовых к IPO**, за счет поддержки их роста и масштабирования на поздних стадиях

В случае Казахстана стартап- и венчурная экосистема страны расширяется: активность на ранних стадиях растет, а все большая доля компаний ориентируется на региональные или глобальные рынки.

По итогам данной самооценки были выявлены следующие структурные вызовы, влияющие на жизнеспособность IPO в ОАЭ и более широком регионе MENA:



**1** Прежде всего, ключевым структурным ограничением остается ликвидность. Участники рынка отмечают, что региональные рынки капитала пока недостаточно глубоки и ликвидны для размещения технологических компаний в значимых объемах и поддержания активных вторичных торгов после IPO. Это ограничивает возможности ранних инвесторов монетизировать вложения и повторно направлять капитал в стартап-экосистем.

**2** Во-вторых, требования к выходу на публичный рынок (IPO) в ОАЭ для компаний на стадии роста. Участники рынка отмечают, что отдельные требования связаны с финансовыми результатами эмитента, включая наличие прибыли за последние два финансовых года для некоторых категорий эмитентов, а также соблюдение минимальных показателей операционной прибыли при преобразовании компании в акционерное общество.

Эти параметры не всегда соответствуют профилю компаний, финансируемых венчурным капиталом, поскольку они часто делают приоритет на росте выручки, масштабировании бизнеса и расширении клиентской базы, а не на раннем достижении устойчивой прибыли. В результате внутреннее IPO может быть менее доступным механизмом выхода для компаний на стадии масштабирования.

К актуальным индикаторам относятся<sup>99</sup>:



**1000+ активных стартапов** - это показывает, что экосистема уже включает широкий круг компаний, а не ограничивается несколькими наиболее заметными проектами;

**50+ инвесторов** - отражает постепенное углубление локальной базы финансирования наряду с точечным участием международных фондов;

**71 млн долл. США венчурного финансирования в 2024 году** - показатель остается умеренным в абсолютном выражении, но является значимым с точки зрения динамики экосистемы и потребности в последующих раундах финансирования

**Растущая интернационализация локальных стартапов** - с усилением фокуса на привлечении зарубежных клиентов, развитии партнерств и взаимодействии с инвесторами

<sup>99</sup> Venture Capital in Central Asia, 2nd edition – RISE Research, 2024

5. СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ: ВЬЕТНАМ, ОАЭ И ПОЛЬША

5.3.5

Такая динамика усиливает аргументы в пользу развития механизмов рынка капитала, которые могут поддерживать растущие компании по мере расширения их потребностей в финансировании – от ранних раундов до привлечения более крупного капитала на поздних стадиях.

Вместе с тем переход от динамики ранних стадий к высвобождению капитала на поздних стадиях по-прежнему сдерживается структурными ограничениями в части путей выхода<sup>100</sup>:

Сделки слияний и поглощений, а также частичная продажа долей остаются преобладающими путями выхода

Биржевые рынки пока не позиционируются как естественные площадки для выхода компаний, финансируемых венчурным капиталом

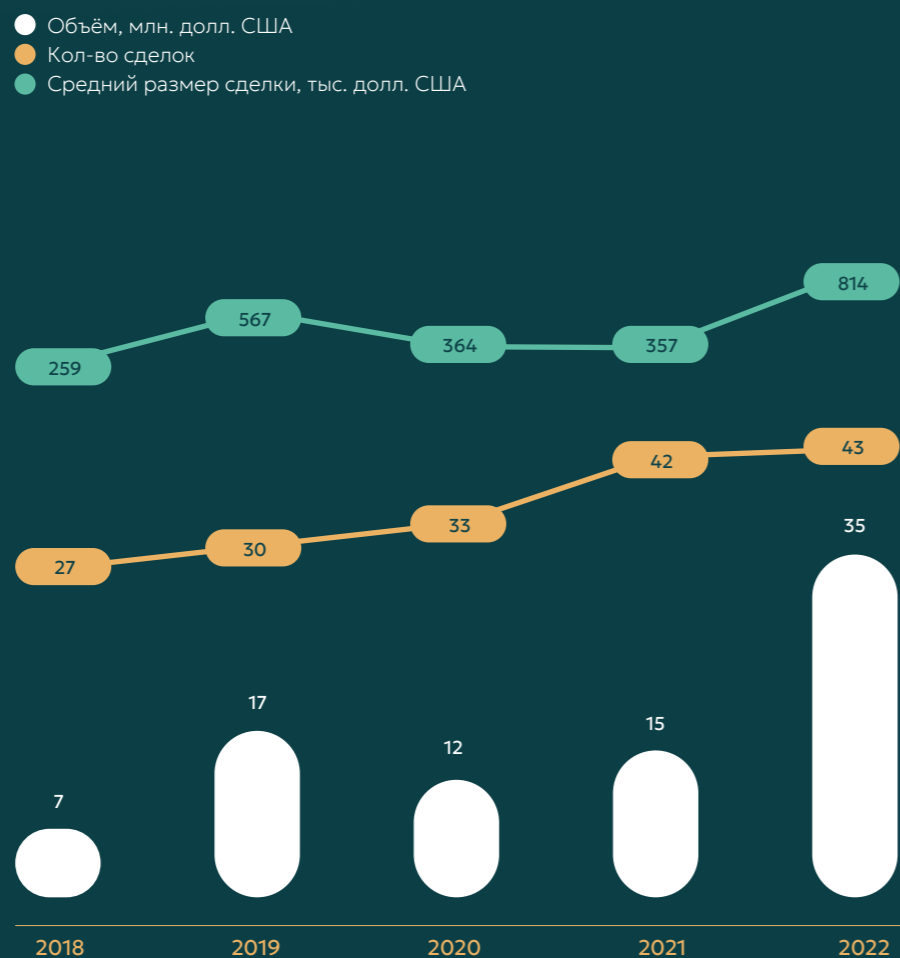
<sup>100</sup> Venture Capital Market Overview in Kazakhstan – Most, 2023

Рисунок 52.

Источник: MOST - Venture Capital Market Overview in Kazakhstan, 2023

Объём и количество наблюдаемых венчурных сделок в год, 2018–2022 гг.

Институциональные ограничения видны в данных о финансировании и структуре сделок. За период 2018–2022 годов стартапы из Казахстана привлекли примерно 87 млн долларов США в рамках 175 венчурных сделок. Ежегодные объёмы выросли с около 7 млн долларов США (2018) до около 35 млн долларов США (2022), а количество сделок в год увеличилось с 27 до 43. Это указывает на расширение активности на ранних стадиях, но при этом общий масштаб в абсолютном выражении остается умеренным<sup>101</sup>.



<sup>101</sup> Venture Capital Market Overview in Kazakhstan – Most, 2023

Рисунок 53.

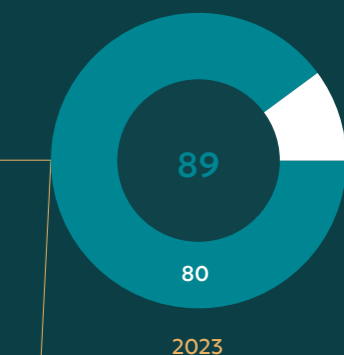
Источник: Venture Capital in Central Asia, 2024

Венчурное финансирование по странам, млн. долл. США

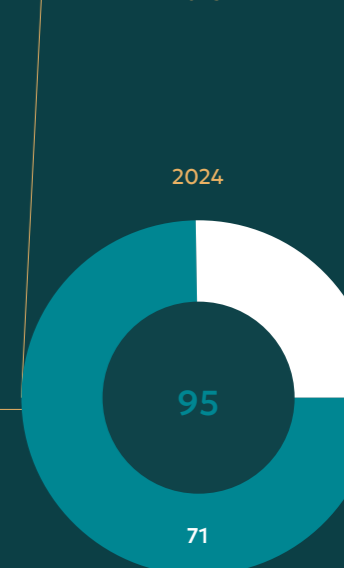
Последние данные показывают, что венчурное финансирование в Казахстане достигло 71 млн долл. США в 2024 году, что делает его крупнейшим рынком венчурного капитала в Центральной Азии за этот год. По всему региону (четыре страны Центральной Азии) объём венчурного финансирования в 2024 году составил примерно 95 млн долларов США, увеличившись с около 89 млн долларов США в 2023 году. Это указывает на формирование растущего числа компаний, поддерживаемых венчурным капиталом, для которых со временем станут важны финансирование на поздних стадиях и механизмы выхода для инвесторов<sup>102</sup>.

● в Казахстане

Итого в Центральной Азии – 89



Итого в Центральной Азии – 95



<sup>102</sup> Venture Capital in Central Asia, 2nd edition – RISE Research, 2024

5. СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ:  
ВЬЕТНАМ, ОАЭ И ПОЛЬША

## 5.3.5

Такой профиль быстрого роста при еще формирующейся инфраструктуре выхода создает прямую параллель с ограничениями региона MENA: если большинство выходов остаются частными, а возможности IPO остаются ограниченными, возврат и повторное направление капитала могут замедляться, потенциально ограничивая способность экосистемы поддерживать масштабирование на стадии роста.

**Наблюдаемый рост объемов сделок и объемов финансирования подразумевает формирование растущего числа компаний, которым потребуется либо:**

более крупные пулы капитала на поздних стадиях

более ликвидные пути выхода для поддержания цикла

**На этом фоне опыт Абу-Даби представляет собой практический ориентир и позволяет выделить несколько структурных выводов, актуальных для дальнейшего развития рынка капитала Казахстана:**

**Интегрированное развитие:** Опыт Абу-Даби показывает важность согласования инновационной политики, финансирования на ранних стадиях и публичных рынков, чтобы эти элементы взаимно усиливали друг друга.

**Ликвидность после листинга.** Для IPO важна не только сама сделка размещения, но и активная торговля акциями после выхода компании на биржу.

**Пути листинга, разработанные для быстрорастущих компаний,** способны расширить варианты выхода. ADX Growth Market является примером откалиброванной архитектуры листинга

**Региональное позиционирование** усиливает потоки эмитентов и инвесторов. Опыт Абу-Даби показывает, что развитие рынка капитала может поддерживаться включением в региональный коридор движения капитала, где важную роль играют несколько финансовых центров. Для Казахстана это может иметь значение по мере укрепления его роли как региональной финансовой платформы в Центральной Азии и развития связей с международными рынками капитала.

**Работа с инвесторами** по вопросам оценки технологических компаний и связанных с ними рисков.

Опыт Абу-Даби полезен тем, что рассматривает листинг не как разовое событие, а как часть более широкого жизненного цикла компании. Такой подход связывает инновационную политику, частное финансирование, механизмы листинга для быстрорастущих эмитентов и условия, поддерживающие вторичную торговлю после размещения. Для Казахстана это подчеркивает важность формирования последовательного пути для технологических стартапов, при котором венчурное финансирование, капитал на поздних стадиях и готовность к выходу на публичный рынок взаимно усиливают друг друга, способствуя возврату капитала и более устойчивому циклу роста.

Данные параллели не предполагают, что Казахстану следует воспроизводить модель Абу-Даби — скорее они указывают на то, каким образом архитектура рынка, регуляторный дизайн и координация экосистемы способны формировать долгосрочные взаимоотношения между венчурным капиталом и публичными рынками.

5. СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ:  
ВЬЕТНАМ, ОАЭ И ПОЛЬША

## ПОЛЬША

5.4

Развитие рынка капитала Польши тесно связано с экономическими реформами после перехода к рыночной экономике в 1990-х годах и последующей интеграцией в Европейский союз

ВВП

917.8 млрд. долл. США

РЫНОЧНАЯ КАПИТАЛИЗАЦИЯ

197.4 млрд. долл. США

## ИНТЕРЕСНЫЙ ФАКТ

Казахстан и Польша демонстрируют в целом сопоставимые коэффициенты капитализации рынка к ВВП — оба показателя составляют около 22% в 2024 году (Польша ~21,5%, Казахстан ~22%)

~22%

5. СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ:  
ВЬЕТНАМ, ОАЭ И ПОЛЬШАМАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ  
ОБЗОР

## 5.4.1

Развитие рынка капитала Польши тесно связано с экономическими реформами после перехода к рыночной экономике в 1990-х годах и последующей интеграцией в Европейский союз. Создание Варшавской фондовой биржи (WSE) в 1991 году стало краеугольным камнем перехода Польши к рыночной финансовой системе, предоставив формальную платформу для приватизации, формирования капитала и участия инвесторов.

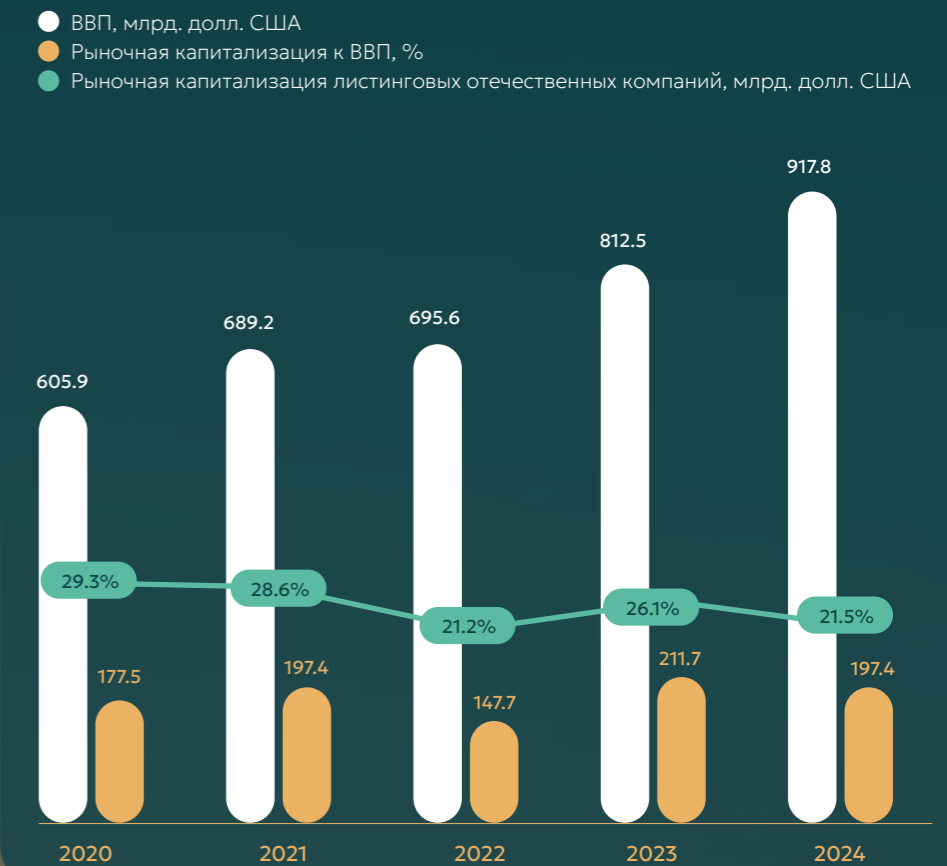
После вступления в ЕС в 2004 году Польша ускорила сближение регулирования рынка капитала с европейскими стандартами. В последующие годы это включало внедрение и применение ключевых актов ЕС в сфере финансовых рынков, включая MiFID, Prospectus Regulation и Market Abuse Regulation. Эти реформы укрепили защиту инвесторов, улучшили стандарты раскрытия информации и повысили прозрачность рынка, способствуя последовательной институционализации внутреннего рынка капитала.

С макроэкономической точки зрения Польша была одной из наиболее устойчивых и стабильно растущих экономик Центральной и Восточной Европы. На протяжении последних двух десятилетий рост ВВП поддерживался диверсифицированной экономической базой, сильным экспортом промышленной продукции, структурными фондами ЕС и крупным внутренним потребительским рынком. На фоне роста инфляционного давления и повышения процентных ставок в Европе в 2022-2023 годах инфраструктура рынка капитала Польши сохранила операционную устойчивость. Этому способствовали развитая рыночная инфраструктура, устойчивость банковского сектора и высокий уровень капитализации финансовых институтов.

Рисунок 54.

Польша: ВВП  
и рыночная  
капитализация  
листинговых компаний,  
млрд долл. США

Данные Всемирного банка показывают, что номинальный ВВП Польши вырос примерно с 606 млрд. долларов США в 2020 году до свыше 918 млрд. долларов США к 2024 году, что отражает устойчивую индустриализацию, рост экспорта и увеличение внутреннего потребления<sup>103</sup>.



Отличительной чертой развития рынка Польши исторически является сильная роль внутренних институциональных инвесторов, в частности пенсионных и инвестиционных фондов, которые обеспечивали стабильный базовый спрос на акции и государственные ценные бумаги. Реформы пенсионной системы со временем изменили потоки долгосрочных сбережений, однако институциональное участие

продолжает поддерживать ликвидность и глубину рынка. Развитие рынка капитала Польши отражает постепенный институциональный путь: от листингов, связанных с приватизацией в 1990-х годах, к зрелому рынку, интегрированному в правовое и регуляторное поле ЕС, который поддерживает как корпоративное финансирование, так и управление государственным долгом.

<sup>103</sup> GDP Poland, World Bank (2025)

5. СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ: ВЬЕТНАМ, ОАЭ И ПОЛЬША

# ОБЗОР РЫНКА АКЦИИ

## 5.4.2

Современный рынок акций Польши сформировался в период системного перехода страны после завершения модели централизованной плановой экономики в 1989 году. Варшавская фондовая биржа (Warsaw Stock Exchange, WSE; Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, GPW) была основана в 1991 году как акционерное общество, учрежденное Государственным казначейством, после принятия новой правовой базы, регулирующей публичную торговлю ценными бумагами. С самого начала биржа создавалась как современная торговая площадка, основанная на электронной торговле и бездокументарном учете ценных бумаг (dematerialized securities), что позволило инфраструктуре рынка капитала Польши развиваться на основе современных международных практик<sup>104</sup>.

<sup>104</sup> GPW.PL

Ключевой вехой в международной интеграции польского рынка стала реклассификация FTSE Russell: в 2017 году FTSE Russell объявила о повышении Польши из категории развивающегося рынка (Advanced Emerging Market) до статуса развитого рынка (Developed Market), которое вступило в силу в 2018 году. Это повышение отразило зрелость регуляторной базы, доступность рынка и качество расчетной инфраструктуры, а также сделало Польшу первой экономикой Центральной и Восточной Европы, получившей классификацию развитого рынка<sup>105</sup>.

<sup>105</sup> Poland promoted to Developed Market status

Сегодня WSE работает на 2 платформах:



● регулируемый рынок - Main Market<sup>106</sup>

● альтернативная торговая система - NewConnect<sup>107</sup>

Их дополняет GlobalConnect - отдельный сегмент, предоставляющий доступ к акциям иностранных компаний, находящихся в листинге за пределами Польши

Main Market функционирует как регулируемый рынок в соответствии с законодательством ЕС и представляет собой ядро публичной системы торговли акциями Польши. Это основная площадка для компаний с крупной и средней капитализацией и служит эталонным рынком для внутренних фондовых индексов и институциональных инвестиционных мандатов.

<sup>106</sup> GPW Main Market

<sup>107</sup> GPW NewConnect

Рисунок 55.

Источник: GPW.PL

### Рынок Main Market, эмитенты акций

По состоянию на **3 квартал 2025 года** на Main Market были размещены акции 402 эмитентов, включая **384 национальные и 18 иностранных компаний**. Хотя иностранные эмитенты составляют относительно небольшую долю от общего числа листингов, они представляют значительную часть рыночной капитализации. Общая капитализация акций на Основном рынке достигла приблизительно 443,9 млрд. долларов США (2,23 трлн. польских злотых), причем на иностранные компании приходится свыше 239,9 млрд. долларов США (1,0 трлн.) для национальных эмитентов<sup>108</sup>.

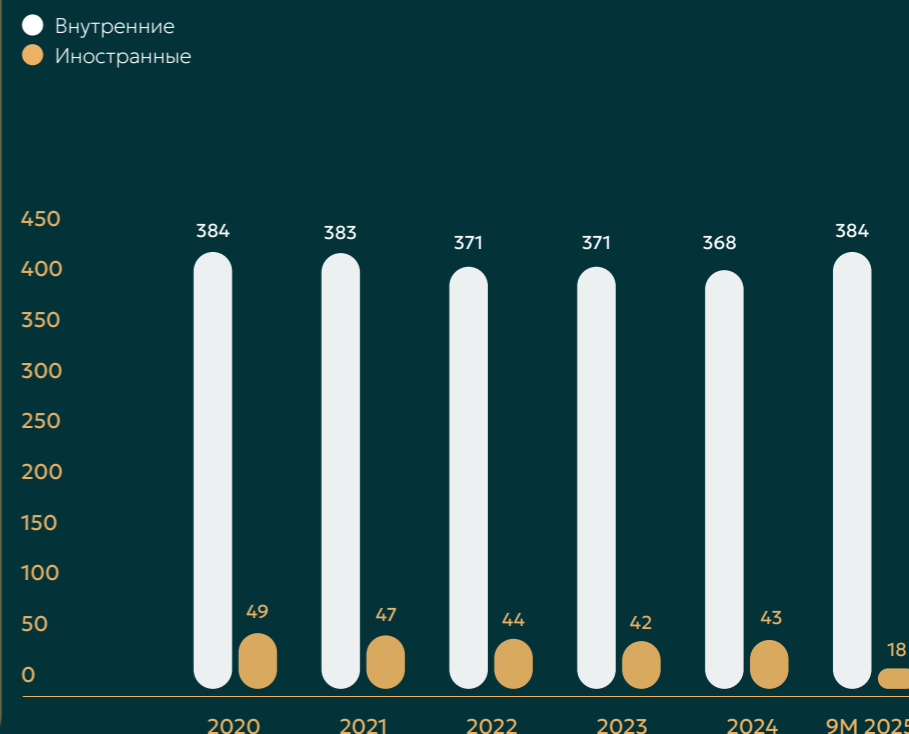
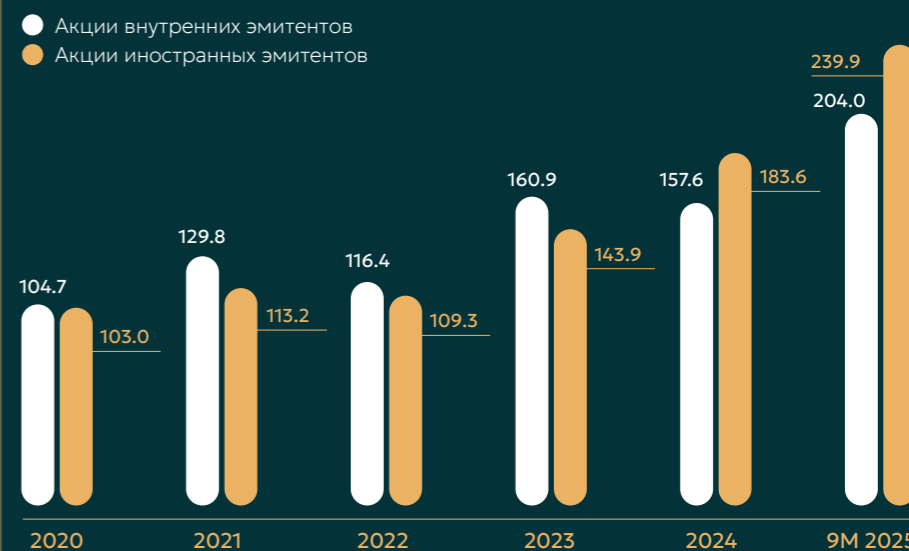


Рисунок 56.

Источник: GPW.PL

### Рыночная капитализация на рынке Main market, млрд долларов США

Такая структура подчеркивает ключевую особенность польского рынка акций: глубина рынка и рыночная капитализация в значительной степени сосредоточены в ограниченном числе крупных эмитентов, часть из которых зарегистрирована за рубежом или имеет международный профиль деятельности. На таких эмитентов приходится непропорционально большая доля капитализации и оборота торгов. При этом национальные эмитенты преобладают по количеству, но в среднем существенно уступают им по размеру.



<sup>108</sup> WSE Statistic Bulletin, 2020

<sup>108</sup> WSE Statistic Bulletin, 2021

<sup>108</sup> WSE Statistic Bulletin, 2022

<sup>108</sup> WSE Statistic Bulletin, 2023

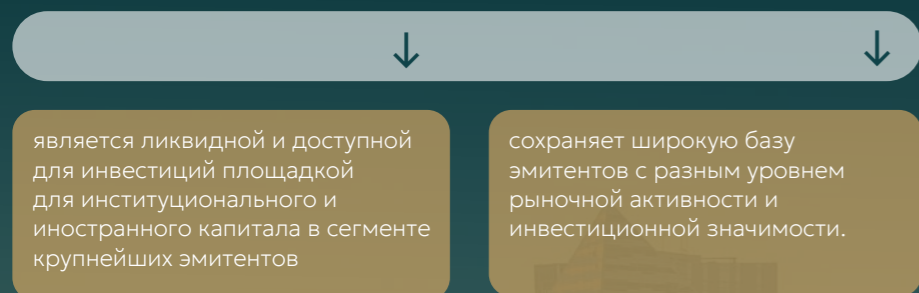
<sup>108</sup> WSE Statistic Bulletin, 2024

<sup>108</sup> WSE Statistic Bulletin, Q3 2025

5. СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ: ВЬЕТНАМ, ОАЭ И ПОЛЬША

5.4.2

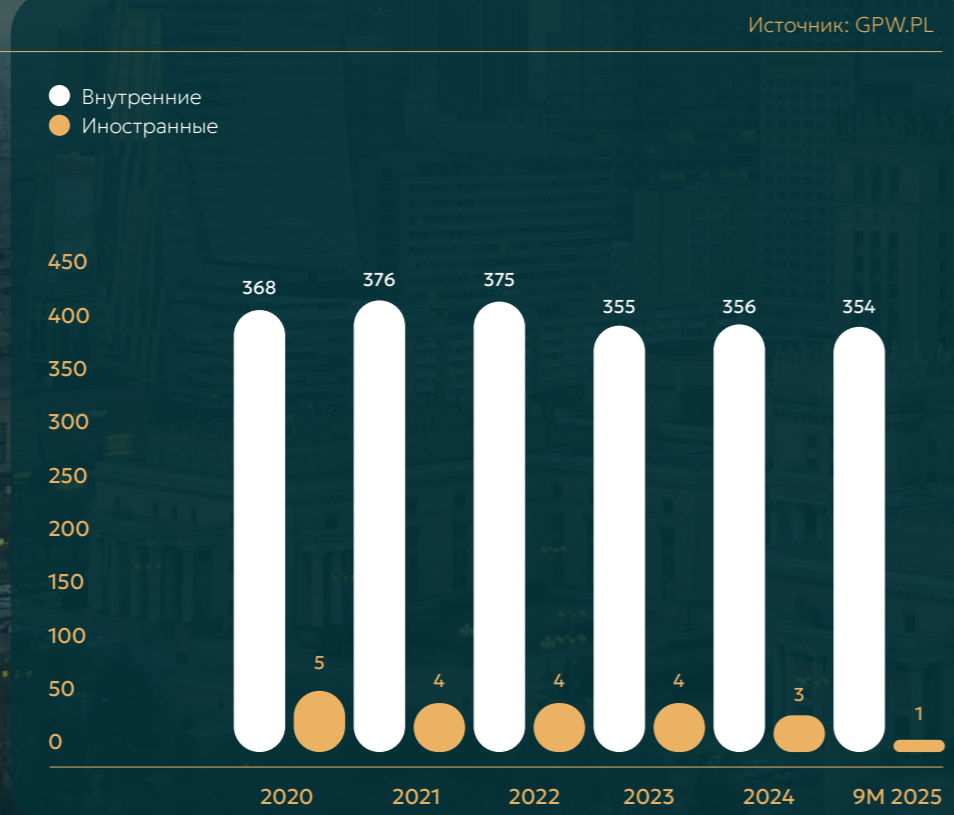
Эта асимметрия отражается и в структуре торгового оборота на Варшавской фондовой бирже: ликвидность в основном сосредоточена в ограниченной группе акций крупных компаний, обращающихся на регулируемом рынке GPW Main Market, тогда как значительная часть небольших национальных эмитентов имеет ограниченную активность на вторичном рынке. В результате GPW Main Market одновременно выполняет две функции:



NewConnect был запущен в 2007 году как альтернативная торговая система (Alternative Trading System, ATS), управляемая Варшавской фондовой биржей вне регулируемого рынка GPW Main Market. Он был создан для предоставления молодым растущим компаниям доступа к акционерному капиталу, прежде всего в инновационных и технологических секторах. Требования к допуску и раскрытию информации на NewConnect являются менее строгими, чем на регулируемом рынке, что снижает затраты на выход на рынок и последующее соблюдение требований листинга.

**Рисунок 57.**  
Рынок New Connect, эмитенты акций

Что касается структуры эмитентов, то NewConnect сопоставим с Основным рынком по количеству листингов, но не по экономическому масштабу. По состоянию на третий квартал 2025 года на NewConnect было размещено 355 эмитентов, из которых 354 были национальными и только один — иностранным. Это резко контрастирует со смешанным профилем капитализации Основного рынка, включающего как национальные, так и иностранные компании<sup>109</sup>.



<sup>109</sup> NewConnect Statistic Bulletin, 2020  
<sup>109</sup> NewConnect Statistic Bulletin, 2021

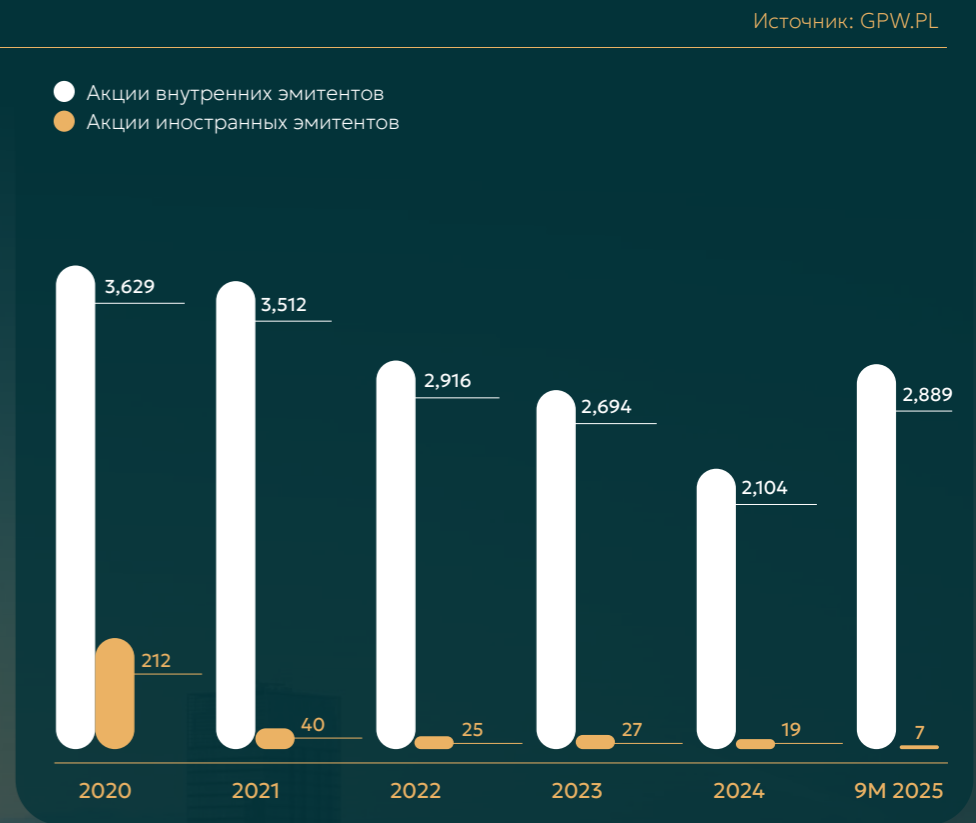
<sup>109</sup> NewConnect Statistic Bulletin, 2022  
<sup>109</sup> NewConnect Statistic Bulletin, 2023

<sup>109</sup> NewConnect Statistic Bulletin, 2024  
<sup>109</sup> NewConnect Statistic Bulletin, Q3 2025

**Рисунок 58.**

**Рыночная капитализация на рынке New Connect, млн долларов США**

Несмотря на большое количество эмитентов, общая рыночная капитализация NewConnect в третьем квартале 2025 года составляла около 14,5 млрд. польских злотых, или 3,4 млрд евро, что составляет менее 1% капитализации регулируемого рынка GPW Main Market. Таким образом, средний эмитент NewConnect значительно меньше по размеру, чем средний эмитент регулируемого рынка GPW Main Market.



Эти различия также отражаются в структуре торгового оборота. NewConnect играет важную роль как публичная площадка начального уровня и канал повышения видимости для малого и среднего бизнеса, а также технологических компаний, однако его рыночная ликвидность остается ограниченной. Торговая активность распределена между большим числом небольших эмитентов, и NewConnect не выступает самостоятельным крупным источником рыночной ликвидности. Вместо этого он работает преимущественно как сегмент развития и перехода, позволяя компаниям в дальнейшем перейти на регулируемый рынок GPW Main Market после достижения необходимого масштаба, стандартов корпоративного управления и спроса со стороны инвесторов.

**В совокупности данные иллюстрируют разделение функций между двумя сегментами рынка акций GPW:**

GPW Main Market концентрирует основную капитализацию, ликвидность и институциональную значимость.

NewConnect обеспечивает более широкий доступ к рынку для компаний на ранних стадиях развития, но остается значительно меньшим по экономическому масштабу и глубине рынка.

Эта структура лежит в основе профиля рынка акций Польши как развитого рынка с устойчивыми институциональными основами. Она также подчеркивает сохраняющуюся структурную особенность: широкая база компаний в листинге сосуществует с тем, что основная ликвидность и инвестиционный интерес сосредоточены вокруг ограниченного числа крупных эмитентов.

5. СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ:  
ВЬЕТНАМ, ОАЭ И ПОЛЬШАОБЗОР ДОЛГОВОГО  
РЫНКА

## 5.4.3

**Во внутреннем долговом рынке Польши преобладают государственные ценные бумаги, а организованная торговля долговыми инструментами осуществляется через две ключевые инфраструктурные площадки:**

- Catalyst - рынок долговых инструментов, работающий на платформах Варшавской фондовой биржи (WSE/GPW) и BondSpot и охватывающий прежде всего корпоративные, муниципальные облигации;
- Treasury BondSpot Poland (TBSP) - оптовый рынок для торговли казначейскими облигациями и казначейскими векселями, который является частью системы первичных дилеров, организованной Министерством финансов Польши.

В сегменте Catalyst объем негосударственных облигаций в листинге показывает значимый, но существенно меньший масштаб рынка по сравнению с государственными долговыми инструментами. По данным GPW, в ноябре 2025 года стоимость негосударственных выпусков облигаций, находящихся в листинге Catalyst, составила 152,5 млрд. польских злотых, или около 36 млрд. евро<sup>110</sup>. Для сравнения, долг Государственного казначейства Польши на конец ноября 2025 года

составлял около 1 908,8 млрд. польских злотых, или 450,3 млрд. евро. Из этой суммы внутренний долг составлял около 1 528,2 млрд. польских злотых, или 360,5 млрд. евро, а внешний долг - около 380,6 млрд. польских злотых, или 89,8 млрд. евро.

Показатели торгового оборота также подтверждают различие в масштабе и ликвидности между государственным и негосударственным долговыми сегментами.

В ноябре 2025 года оборот Treasury BondSpot Poland (TBSP) составил 4,43 млрд. евро, или 18,8 млрд. польских злотых, в сегменте spot-сделок, и 23,63 млрд. евро, или 100,2 млрд. польских злотых, в сегменте сделок repo / buy-sell-back, а совокупный оборот TBSP за месяц достиг 28,06 млрд. евро, или 118,9 млрд. польских злотых. За тот же период оборот облигаций на электронном рынке Catalyst (EOB) составил 515 млн польских злотых, или 121,5 млн евро<sup>111</sup>.

<sup>110</sup> GPW Markets – November 2025<sup>111</sup> Ministry of Finance of the Republic of Poland

## Ключевые структурные характеристики включают:



Государственные ценные бумаги составляют большую часть объема облигаций в листинге на Catalyst и основную часть наблюдаемого оборота на вторичном рынке, при этом TBSP выступает основной институциональной торговой площадкой для суверенных инструментов.

Корпоративные и муниципальные облигации представлены на Catalyst, однако по объему облигаций в обращении существенно уступают казначейским облигациям. При этом они расширяют базу эмитентов и поддерживают развитие вторичного рынка за пределами суверенного сегмента.

Более высокие потребности государства в заимствованиях с 2023 года поддерживают устойчивое предложение суверенных инструментов, укрепляя роль государственной кривой доходности как основного ориентира для ценообразования локальных премий за риск на рынке инструментов с фиксированной доходностью.



5. СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ:  
ВЬЕТНАМ, ОАЭ И ПОЛЬШАПРАКТИЧЕСКИЙ ПРИМЕР:  
ОПЫТ ПОЛЬШИ ДЛЯ  
КАЗАХСТАНА

5.4.4

Социально-экономический контекст Польши представляет релевантную точку сравнения для Казахстана. Обе экономики вышли из централизованно планируемых систем, сформировали роль региональных лидеров и развивали рынки капитала в условиях, где сбережения домохозяйств традиционно имеют консервативную структуру. В таких условиях население часто отдает предпочтение недвижимости и банковским депозитам, а не инструментам рынка капитала. В Польше 53% сбережений домохозяйств хранятся в форме наличных средств и банковских депозитов<sup>112</sup>.

Кроме того, Казахстан и Польша демонстрируют в целом сопоставимые коэффициенты капитализации рынка к ВВП. Хотя рынок капитала Польши официально классифицируется как развитый рынок, его капитализация относительно ВВП постепенно снижалась в течение последнего десятилетия — с примерно 35% в 2014 году до около 21,5% к концу 2024 года. Эта тенденция указывает на снижение роли рынка капитала в финансировании экономического роста Польши

и позволяет предположить, что показатели фондового рынка всё в большей степени отражают лишь часть базовой экономической активности<sup>113</sup>. Тем не менее Польша продолжает классифицироваться как развитый рынок. Коэффициент капитализации рынка к ВВП Казахстана составил примерно 22% в 2024 году и оставался в целом стабильным в течение последних пяти лет, что указывает на то, что рынки с аналогичным относительным присутствием в экономике все же могут демонстрировать институциональную силу и зрелость развития, а также на то, что факторы, выходящие за рамки только масштаба, имеют значение при классификации и оценке рынков.

Опыт Польши в целом показывает, что такие структурные особенности не являются препятствием для развития рынка капитала, если последовательность институционального развития и структура рынка соответствуют внутренним реалиям. Анализ развития рынка капитала Польши может помочь Казахстану оценить собственную позицию, определить, что можно использовать и что необходимо улучшить.

Повышение статуса Польши до уровня развитого рынка в классификации FTSE Russell отражало зрелость ее системы рынка капитала, включая качество регулирования, операционную инфраструктуру и доступность рынка, а не только его масштаб. В этом более широком контексте структура рынка акций Польши характеризуется сосуществованием регулируемого рынка и альтернативной торговой системы, работающей в отдельном правовом режиме. Хотя правовая структура и масштаб альтернативных торговых систем различаются по странам, такие площадки обычно выполняют функцию входного сегмента с менее сложными требованиями к допуску и раскрытию информации для небольших и растущих компаний, которые еще не готовы к выходу на регулируемый рынок. В Польше NewConnect выполнял именно такую функцию, расширяя возможности публичного финансирования для небольших и инновационных компаний, тогда как GPW Main Market сохранял роль основной площадки для институциональных стандартов, ликвидности и доверия к рынку.

## Этот подход предлагает несколько важных выводов для Казахстана.



Польша не снижала стандарты регулируемого рынка ради увеличения числа эмитентов. Вместо этого она признала наличие растущих компаний с ограниченными возможностями для листинга, но значительным экономическим потенциалом, и создала отдельную площадку, адаптированную под их потребности. Это позволило расширить участие компаний на рынке капитала без снижения качества регулирования и доверия инвесторов к основной части системы.

К моменту переклассификации Польши в 2017 году Основной рынок уже достиг уровня операционной зрелости, характеризующегося надёжной торговой и постторговой инфраструктурой, высокими стандартами раскрытия информации и управления, а также институциональными рыночными практиками. Как сама Польша отметила в то время, её рынок капитала сочетал безопасную торговлю, передовую инфраструктуру и сильные стандарты корпоративного управления — черты, соответствующие ожиданиям от развитого рынка. Наличие NewConnect дополняло эту структуру, но не заменяло её.

**Для Казахстана ключевой вывод заключается не в копировании польской модели, а в ее выверенной (калиброванной) адаптации. Траектория Польши показывает ценность признания внутренних ограничений, дифференциации функций рынка и развития рынка с учетом существующих условий, а не через искусственное сближение с чужой моделью. Четкое разделение между регулируемым рынком как якорем доверия и сегментом роста для компаний, находящихся на более ранних стадиях развития, может способствовать более широкому участию эмитентов, укреплению пула компаний, потенциально готовых к листингу, и повышению долгосрочной готовности рынка без ущерба для стандартов.**

<sup>112</sup> Strategic development directions GPW Group 2025-2027

<sup>113</sup> Strategic development directions GPW Group 2025-2027

# МЕЖДУНАРОДНЫЙ ФИНАНСОВЫЙ ЦЕНТР “АСТАНА”

6

МФЦА выступает мостом между Казахстаном и глобальными рынками капитала – юрисдикция общего права внутри страны с континентальной системой права, обеспечивающая международным инвесторам привычные правовые стандарты, налоговый режим, соответствующий стандартам BEPS, и прямой доступ к глобальной расчётной инфраструктуре, включая Euroclear. Редомициляция компании Solidcore продемонстрировала способность АИХ проводить сложные крупномасштабные трансграничные сделки институционального уровня. Через платформу Tabadul МФЦА расширил эту взаимосвязанность, подключив шесть бирж региона Залива (GCC) и Центральной Азии. МФЦА также остаётся единственной действующей в Центральной Азии площадкой для инструментов рынка капитала, соответствующих принципам шариата.

## КЛЮЧЕВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ



# 4,000+

1 798 компаний с участием иностранных инвесторов (45% от всех участников МФЦА)

## OECD BEPS-compliant

Один из немногих финансовых центров пограничного рынка с данным статусом налоговой прозрачности

# 19.5%

Доля взрослого населения Казахстана, исповедующего ислам — потенциальная аудитория для исламских финансов

# 6 бирж

Связаны через цифровой биржевой хаб Tabadul в регионах ССЗ и Центральной Азии

Совокупный объём облигаций в листинге на АИХ

# 7.5 млрд. долл. США



Крупнейших мировых глобальных кастодианов подключены к АИХ через Citi Kazakhstan

# 10

КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ



## 6. МЕЖДУНАРОДНЫЙ ФИНАНСОВЫЙ ЦЕНТР «АСТАНА»

# ПРАКТИЧЕСКИЙ ПРИМЕР: SOLIDSCORE И ИНТЕГРАЦИЯ AIX В ГЛОБАЛЬНЫЕ ЦЕПОЧКИ КАСТОДИАЛЬНОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ

6.1

Solidcore Resources plc (ранее известная как Polymetal International plc) — один из ведущих мировых производителей драгоценных металлов — вплоть до 2023 года была зарегистрирована на Джерси, имела первичный листинг на Лондонской фондовой бирже и долю акций в свободном обращении порядка 75%<sup>114</sup>. В 2019 году компания прошла листинг на Международной бирже Астаны (AIX)<sup>115</sup>. В августе 2023 года Solidcore официально сменила юрисдикцию регистрации с Джерси на МФЦА, отменила листинг на Лондонской фондовой бирже и назначила AIX Registrar новым реестродержателем акционеров, а AIX — основной биржей<sup>116</sup>. Переход большей части акций в свободном обращении и базы акционеров с международных рынков на рынок со статусом пограничного рынка (frontier market) потребовал надежной постторговой (post-trade) инфраструктуры. Соответственно, транзакция зависела от модели кастодиального обслуживания и расчетов, способной поддерживать трансграничную миграцию в

значительном масштабе. В этом контексте кейс Solidcore показал, что, несмотря на frontier market-статус рынка, инфраструктура AIX уже обладает уровнем операционной связности, необходимым для работы с глобальными институциональными инвесторами и поддержания вторичного рынка после листинга. AIX поддерживает два взаимодополняющих канала учета и обслуживания инвесторов: AIX Registrar обслуживает локальных инвесторов с прямой регистрацией прав, а AIX CSD поддерживает расчеты и хранение ценных бумаг для глобальных институциональных инвесторов через локальных и глобальных кастодианов<sup>117</sup>.

Глобальные кастодианы предоставляют инвесторам единую точку доступа к десяткам рынков через сети субкастодианов, или агент-банков, которые напрямую подключены к местным центральным депозитариям<sup>118</sup>. Ценные бумаги часто проходят через несколько уровней кастодиальных посредников, однако именно такая структура

позволяет инвесторам и эмитентам из разных юрисдикций безопасно совершать операции в рамках гармонизированной глобальной системы расчетов. В постторговой архитектуре AIX ключевую роль играет Центральный депозитарий ценных бумаг AIX (AIX CSD), отвечающий за расчеты, хранение и реестровые услуги. Следующий уровень составляют субкастодианы, или агент-банки, которые ведут омнибусные и кастодиальные счета для клиентов - бенефициарных владельцев. При этом глобальные кастодианы управляют основными клиентскими отношениями и обслуживанием инвесторов на разных рынках. В случае Казахстана Citi Kazakhstan стал основным локальным субкастодианом первого уровня (tier-1), а его прямой счет в AIX CSD позволяет крупным глобальным кастодианам получать доступ к локально выпущенным ценным бумагам через уже существующие кастодиальные отношения и расчетные цепочки.

Рисунок 59.

Архитектура кастодиальной системы AIX ↓

## AIX CENTRAL SECURITIES DEPOSITORY (AIX CSD)

Top Layer - Core Infrastructure

### Settlement

Final settlement of securities transactions

### Safekeeping

Secure custody of securities

## DIRECT ACCOUNT ↓

## SUB-CUSTODIANS (AGENT BANKS)

Middle Layer - Local Custody

Primary example

### Citi Kazakhstan

Primary local custodian with direct account at AIX CSD

### Function

Maintain omnibus/custody accounts

### Clients

Beneficial owner accounts

Agent banks are directly connected to local CSDs and maintain custody accounts for beneficial owners

## INVESTORS & ISSUERS

End Users - Different Jurisdictions

### Global Investors

Access locally issued securities (e.g., Kazakhstan) through their global custodian

### Local Issuers

Reach international investors through harmonized settlement framework

### Safe Transactions

Transact safely across different jurisdictions within a harmonized global settlement framework

## SEAMLESS ACCESS ↑

## GLOBAL CUSTODIANS

Connection Layer - Cross-Market Access

### Network Management

Maintain networks of sub-custodians across dozens of markets

### Client Services

High-level client relationships and cross-market servicing

### Single Access Point

Provide investors with unified access to multiple jurisdictions through existing reciprocal account relationships

RECIPROCAL ACCOUNT RELATIONSHIPS →

<sup>114</sup> Polymetal International plc, Investor presentation, 2021

<sup>116</sup> Polymetal International plc announcement, 2023

<sup>118</sup> The Role of the Custody Industry - Association for Financial Markets in Europe, 2025

<sup>115</sup> Polymetal becomes first foreign issuer to list on the Astana International Exchange, 2019

<sup>117</sup> Aix.kz

## 6. МЕЖДУНАРОДНЫЙ ФИНАНСОВЫЙ ЦЕНТР «АСТАНА»

## 6.1

Десять из крупнейших глобальных кастодианов имеют субсчета в Citi Kazakhstan.

Интеграция AIX с глобальными цепочками кастодиального обслуживания и расчетов снижает операционные барьеры и укрепляет условия для устойчивого трансграничного участия инвесторов на долгосрочной основе. Она также демонстрирует способность платформы работать с крупными профессиональными институциональными инвесторами в значительном масштабе. На практике такая интеграция позволяет глобальным управляющим активами получать доступ к позициям и удерживать их через сложившиеся кастодиальные и постторговые процессы. Например, до смены юрисдикции BlackRock входил в число крупнейших институциональных

акционеров Solidcore, а его способность сохранять позицию через глобальные кастодиальные цепочки стала практической проверкой того, способна ли инфраструктура AIX обслуживать международных инвесторов первого уровня (tier-one). Успешное проведение этих позиций через кастодиальные цепочки помогло подтвердить расчетную модель AIX, снизить барьеры при подключении иностранных управляющих активами и усилила уверенность крупных кастодианов и торговых участников.

Отдельно следует отметить, что в январе 2022 года AIX и Euroclear Bank запустили сервис Enhanced Settlement Service, который официально позволил институциональным инвесторам осуществлять расчеты по сделкам с ценными бумагами, допущенными

к обращению на AIX и по которым возможны расчеты через Euroclear, напрямую через счета в Euroclear или через счет их кастодиана в Euroclear. Хотя этот сервис не был связан исключительно с Solidcore, он демонстрирует более широкую интеграцию AIX в глобальные расчетные каналы, обеспечивая мультивалютные расчеты и окончательность расчетов (settlement finality) в соответствии с международной рыночной практикой. Такая связность дополнительно усилила возможности глобальных кастодианов и международных центральных депозитариев (ICSD) направлять позиции на номинальные счета и счета AIX CSD через существующие расчетные цепочки без необходимости создавать отдельные кастодиальные структуры, специфичные для Казахстана.

## В результате были достигнуты два ключевых эффекта:



**Во-первых,** была сформирована постторговая архитектура институционального уровня, совместимая с глобальной инфраструктурой и отвечающая операционным требованиям инвесторов первого уровня;

**Во-вторых,** был продемонстрирован практический механизм реализации сложных трансграничных листингов и расчетов, что укрепило позиционирование AIX как одной из наиболее технически развитых биржевых площадок Центральной Азии.

# РАЗВИТИЕ РЫНКОВ КАПИТАЛА, СООТВЕТСТВУЮЩИХ ПРИНЦИПАМ ШАРИАТА В КАЗАХСТАНЕ

## 6.2

Как отмечалось ранее, рынок капитала Казахстана функционирует в двух разных правовых и регуляторных системах: в национальной системе Республики Казахстан, регулирующей KASE и институты, действующие в соответствии с законодательством Республики Казахстан, и в системе общего права МФЦА, в которой

функционируют AIX и организации, лицензированные в МФЦА. Исламские финансы представляют собой особенно наглядный пример того, как различия в правовой архитектуре могут приводить к разным практическим результатам для рынка.

В национальной правовой системе исламские финансовые инструменты определены через отдельный набор положений. Так, статья 32-2 Закона «О рынке ценных бумаг» предусматривает четыре категории исламских ценных бумаг.

### К исламским ценным бумагам относятся:

Акции и паи исламских инвестиционных фондов;

Исламские арендные сертификаты;

Исламские сертификаты участия;

Иные ценные бумаги, признанные исламскими ценными бумагами в соответствии с законодательством Республики Казахстан.

На практике, однако, положение об иных исламских ценных бумагах применялось ограниченно. Поскольку возможность выпуска во многом зависит от закреплённого в законе статуса каждого инструмента, а дополнительные разъяснения остаются ограниченными, выпуск и листинг инструментов, соответствующих принципам шариата, на KASE имели точечный характер. Более сложные структуры - такие как вакала, мурабаха, мудараба, мушарака или сукук иджара - не всегда прямо соотносятся с установленными категориями, что создает определенную неопределенность при правовой квалификации таких инструментов.

В МФЦА система общего права использует подход, основанный на принципах и международно признанных стандартах исламского финансирования. Инструменты признаются соответствующими принципам шариата на основе оценки их структуры, шариатского одобрения и соблюдения применимых требований МФЦА, а не только через закрытый законодательный перечень. Такая структурная гибкость позволяет выпускать более широкий спектр исламских финансовых продуктов, включая сукук, шариат-совместимые фонды и другие инструменты, соответствующие принципам шариата. Это частично объясняет, почему практическая активность по исламским инструментам в большей степени концентрируется

на AIX и в юрисдикции МФЦА, а не в национальной системе регулирования<sup>119</sup>.

Принимая во внимание эти ограничения, Правительство и Агентство по регулированию и развитию финансового рынка (АРРФР) инициировали реформы в связи с новым законом о банках и банковской деятельности<sup>120</sup>. Эти реформы имеют ключевое значение, поскольку направлены на устранение структурных барьеров, которые ранее ограничивали развитие полноценного исламского финансового сегмента в национальной системе.

Инициатива является частью более широкой программы модернизации банковского регулирования: действующее банковское законодательство было разработано почти 30 лет назад, до широкого распространения цифровых финансовых услуг и современных рыночных инструментов, и с тех пор многократно изменялось. Хотя исламские финансы составляют лишь один элемент этих реформ, этот сегмент имеет стратегическое значение с учетом потенциального спроса со стороны примерно 2,2 млн практикующих мусульман, что составляет 19,5% населения Казахстана в возрасте 18-61 лет и старше<sup>121</sup>.

Стратегически AIX получила преимущество первого игрока в Центральной Азии, предложив

функциональную площадку для исламских финансов: её система общего права, процесс допуска шариат-совместимых инструментов и интеграция с глобальными расчётными сетями позволили создать рабочий рынок исламских инструментов. На сегодняшний день биржа разместила первые шариат-совместимые ETN (iX Islamic ETNs, июнь 2022), провела кросс-листинг сукук международных эмитентов (IsDB 2020, QIIB 2020), зарегистрировала национальную программу сукук (Tauyab Finance, 2025) и дебютировала с первым казахстанским сукук (Gamma-T, 2024). Включение AIX в Tabadul Digital Exchange Hub<sup>122</sup> дополнительно усиливает её региональное присутствие и расширяет возможности трансграничного доступа к рынку, позиционируя биржу как центр как для исламских, так и для традиционных финансов в Центральной Азии. Эти достижения демонстрируют, как гибкость юрисдикции в сочетании с международным управлением и инфраструктурой превращает нормативный потенциал в рыночную реальность и предоставляет надёжную платформу для инвесторов, стремящихся к шариат-совместимой экспозиции в условиях формирующегося рынка.

<sup>119</sup> AIFC Islamic Finance Rules (IFR)

<sup>120</sup> The Digital Tenge, Islamic Finance and the Protection of Depositors: The New Banking Law Discussed in the Mazhilis.

<sup>121</sup> Islamic Finance Country Report for Kazakhstan – Islamic Development Bank, AIFC, 2024

<sup>122</sup> Astana International Exchange (AIX) joins the Tabadul Hub – AIX.kz

## СООТВЕТСТВИЕ СТАНДАРТАМ BEPS

Особый налоговый режим МФЦА официально признан ОЭСР соответствующим глобальным стандартам налоговой прозрачности в контексте Инклюзивной платформы ОЭСР по BEPS. Это обеспечивается через правила «существенного присутствия»

Substantial Presence, которые требуют от участников МФЦА, претендующих на освобождение от корпоративного подоходного налога и НДС, подтвердить наличие реального присутствия в МФЦА. В частности, такие участники должны осуществлять ключевые

доходообразующие функции в МФЦА и располагать ресурсами, расходами и персоналом, соразмерными заявленной деятельности. Такой подход повышает прозрачность и устойчивость налогового режима МФЦА.

### 6.3

## ИНТЕГРАЦИЯ С TABADUL

### 6.4

AIX стала участником Tabadul Digital Exchange Hub. Tabadul был запущен в июле 2022 года Abu Dhabi Securities Exchange (ADX) как первая в регионе цифровая биржевая платформа, основанная на модели взаимного доступа к рынкам.

Для AIX присоединение к Tabadul расширяет трансграничный доступ к инструментам, обращающимся на бирже, и создает дополнительный канал для привлечения инвесторов и торговой активности с рынков стран Залива.

**Операционная модель и стратегическое значение: интеграция с Tabadul переводит трансграничную торговлю из сложной двусторонней модели в единую структуру, основанную на стандартизированном API. Платформа Tabadul формирует модель взаимного доступа к рынкам, которая выполняет две основные функции:**

упрощает операционные процессы для брокеров и инвесторов;

снижает практические барьеры доступа к иностранным рынкам при соблюдении требований принимающей биржи.

Tabadul связывает биржи-участники и позволяет инвесторам торговать ценными бумагами на подключенных рынках через своих локальных брокеров, при условии соблюдения требований соответствующей биржи. Это снижает необходимость выстраивать отдельные операционные подключения к каждому иностранному рынку и упрощает доступ к трансграничным инвестиционным возможностям. Для МФЦА такая модель имеет стратегическое значение, поскольку позволяет участникам AIX получать более простой доступ к рынкам стран Залива, а инвесторам и участникам ADX - к инструментам, обращающимся на AIX.

Связность и движение капитала. Интеграция позволяет инвесторам, зарегистрированным у местного брокера, соответствующего требованиям принимающей биржи, получать доступ к инструментам на рынках-участниках Tabadul. На начальном этапе участники ADX получили доступ к ценным бумагам AIX, номинированным в долларах США. В этом контексте, в качестве примера, Freedom Finance Global была признана и подключена как брокер Tabadul Hub со стороны Казахстана, а BHM Capital присоединилась к AIX как торговый участник ADX через Tabadul.

С операционной точки зрения этот механизм создает дополнительный канал для поступления ордеров со стороны инвесторов стран Совета сотрудничества арабских государств Залива (GCC) по ценным бумагам, обращающимся на AIX. Одновременно он предоставляет участникам МФЦА более удобный и менее затратный доступ к акциям и другим инструментам рынков GCC.

# ПРИЗНАННЫЙ СТАТУС ВНЕ МФЦА (RNAM/RNAMI)

## 6.5

Данный статус является важным механизмом интеграции МФЦА с глобальной финансовой системой без снижения стандартов управления и надзора. В рамках этой системы предусмотрены две категории признания: Recognised Non-AIFC Market Institutions (RNAMI) - для иностранных бирж и клиринговых центров, и Recognised Non-AIFC Members (RNAM) - для лицензированных компаний, регулируемых по стандарту, приемлемому для AFSA, которые могут торговать на бирже или использовать инфраструктуру биржи либо клирингового центра.

**Recognised Non-AIFC Market Institutions (RNAMI)**  
- лицо, которое управляет инвестиционной биржей или клиринговым центром в юрисдикции, отличной от МФЦА, может обратиться в AFSA о признании его Признанной инвестиционной биржей вне МФЦА или Признанным клиринговым центром вне МФЦА, в зависимости от деятельности.

**Recognised Non-AIFC Member (RNAM)** - лицо, расположенное в юрисдикции, отличной от МФЦА, может обратиться в AFSA о признании его признанным участником вне МФЦА (RNAM).

Данный статус предоставляет авторитетным организациям вне МФЦА прямой доступ к рынку AIX/МФЦА и его участникам без необходимости проходить полный, дорогостоящий процесс локального лицензирования. AFSA осуществляет строгий контроль за этими RNAM, применяя меры мониторинга, включая

Мониторинг рынка: постоянное отслеживание сделок для своевременного выявления и предотвращения незаконной инсайдерской торговли и манипулирования рынком.

Текущие обязательства: обязательное и своевременное информирование о любых изменениях в лицензировании, дисциплинарных мерах со стороны домашнего (локального) регулятора или операционных событиях, которые могут повлиять на способность соответствовать требованиям признания МФЦА.

Международные брокеры-дилеры, уже лицензированные в других признанных юрисдикциях, могут получить статус Признанного участника вне МФЦА (RNAM). Данный статус предоставляет им возможность удалённой торговли на AIX без необходимости создания физического представительства или прохождения полного процесса лицензирования AFSA в МФЦА, что делает запуск торговой деятельности для международных лицензированных компаний быстрым и эффективным.





# РЫНКИ КАПИТАЛА В КАЗАХСТАНЕ, УЗБЕКИСТАНЕ, КЫРГЫЗСТАНЕ И АЗЕРБАЙДЖАНЕ: ПЕРСПЕКТИВЫ И ТРЕНДЫ

Международный финансовый центр «Астана» (МФЦА) — финансовый центр №1 в регионе Восточной Европы и Центральной Азии, а также динамичный хаб для инноваций и роста бизнеса

Регулирование мирового уровня, особый налоговый режим, независимая судебная система

Мы помогаем бизнесу привлекать капитал благодаря специально созданным условиям: регулированию на основе международных стандартов, развитой финансовой инфраструктуре, независимой судебной системе, инновациям и экспертизе



Казахстан, Астана, Мангилик Ел, здание 55/18 С3.3

Сайт: [www.aifc.kz](http://www.aifc.kz)

По вопросам регистрации и лицензирования: [client@aifc.kz](mailto:client@aifc.kz)

По вопросам аналитики и публикаций: [industry.analysis@aifc.kz](mailto:industry.analysis@aifc.kz)