

# KURSIV

RESEARCH

№ 1 (7)

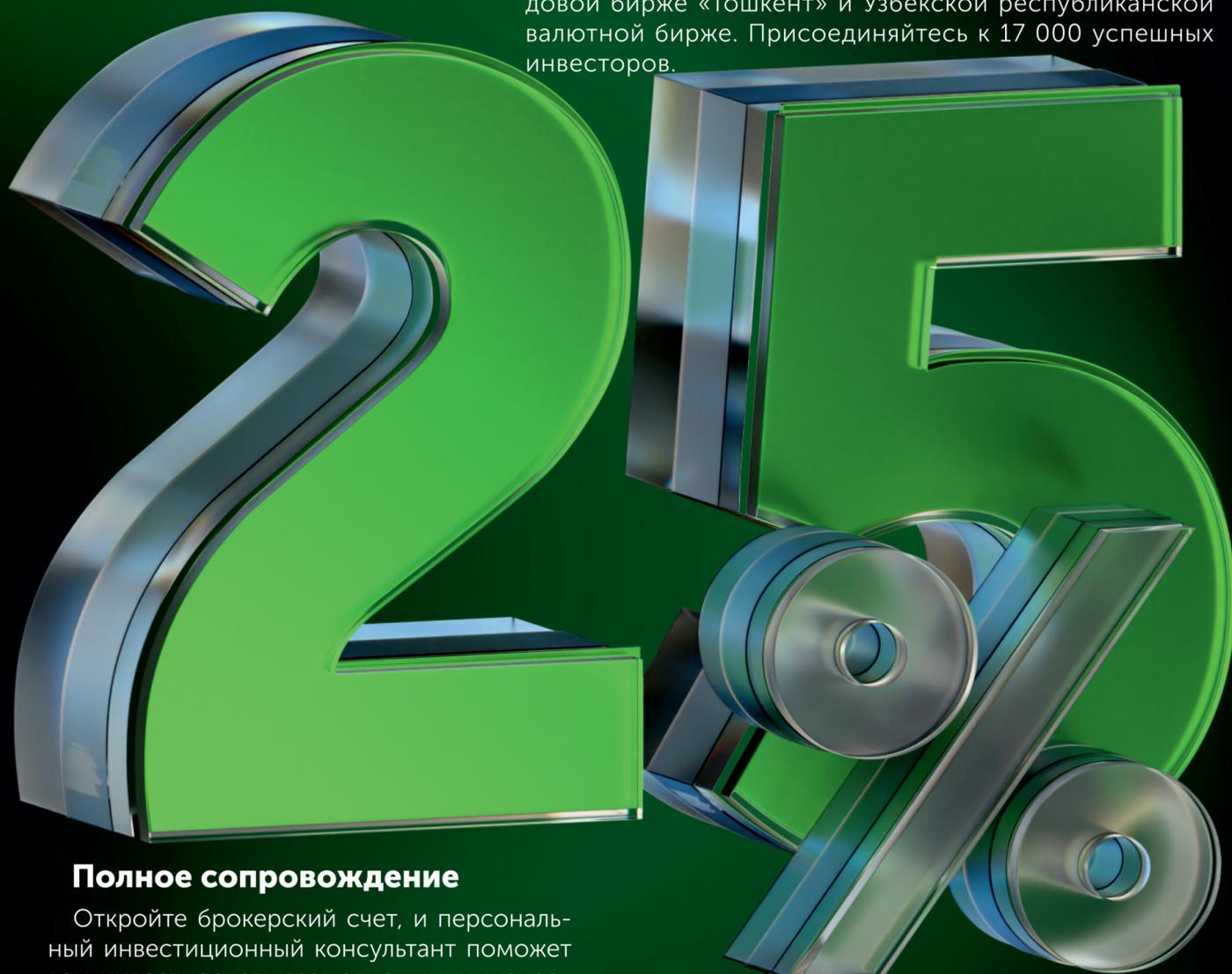


Инвестиции и рынок  
капитала Узбекистана

**K**

## Надежный лицензированный брокер

Freedom Broker Uzbekistan – ведущая инвестиционная компания в Узбекистане, предоставляющая доступ к торговле ценными бумагами на Республиканской фондовой бирже «Тошкент» и Узбекской республиканской валютной бирже. Присоединяйтесь к 17 000 успешных инвесторов.



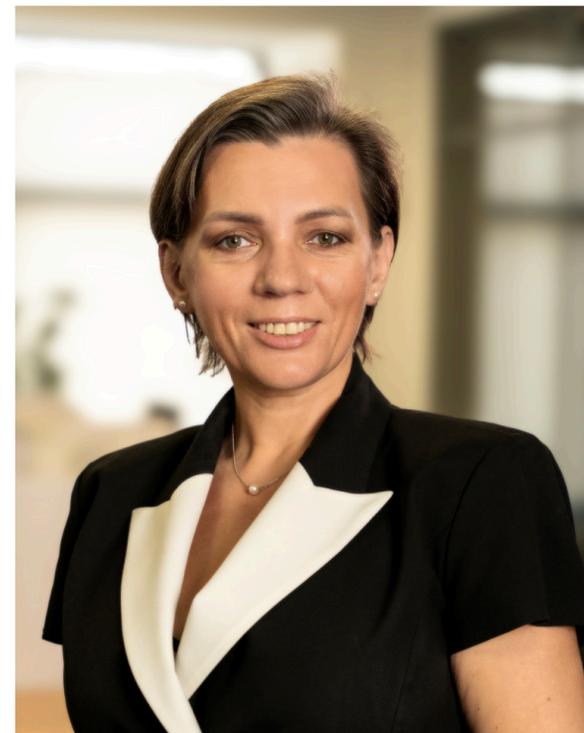
### Полное сопровождение

Откройте брокерский счет, и персональный инвестиционный консультант поможет вам инвестировать грамотно, минимизировать риски и держать в курсе актуальных новостей и событий на фондовом рынке.

### Высокая доходность

Freedom Broker Uzbekistan предлагает широкий выбор ценных бумаг с доходностью до 25% годовых. А открыв индивидуальный инвестиционный счет, вы можете дополнительно увеличить доходность на 12%, получив налоговые льготы.

# ОБЛИГАЦИИ С ДОХОДНОСТЬЮ ДО 25% ГОДОВЫХ



Фотограф: Багдаулет Гатых

**Анастасия НОВИКОВА,**  
главный редактор и директор Kursiv Uzbekistan



## Инвестиции в новую реальность

В бизнесе три года — срок достаточный, чтобы цифры из смелых прогнозов превратились в обыденную реальность. Помните 2023-й? Тогда наш первый выпуск Kursiv Research о рынке капитала фиксировал эпоху, которую сегодня хочется назвать временем малых величин. Сделки в несколько миллионов долларов казались пределом мечтаний. Золото перевалило за \$2000, а сум привычно терял позиции к доллару.

Мир изменился, и мы вернулись, чтобы зафиксировать новую реальность. Вы заметили, как быстро безопасные гавани стали центрами сверхдоходности? В 2025 году золото показало мощнейший рывок с конца семидесятых — плюс 64%, а JP Morgan и вовсе прочит нам \$6,3 тысячи за унцию к концу 2026-го. Сум, вопреки многим скептическим прогнозам, укрепился почти на 7%. Но главное даже не в котировках, а в том, кто теперь задает тон в Ташкенте.

Давайте будем честны: долгое время наш рынок капитала был похож на закрытую вечеринку для своих. Мало ликвидности, много ожиданий. Но за последние три года лед тронулся. Приход Franklin Templeton в качестве управляющего Национальным инвестфондом (УзНИФ) — это не просто строчка в пресс-релизе. Когда в октябре 2025-го на День инвестора в столицу съезжаются люди, управляющие триллионом долларов, становится ясно: мы больше не «перспективная окраина». Мы — точка на карте, где планируются масштабные сделки.

В этом номере мы решили копнуть глубже и спросить прямо: почему наши внутренние гиганты — банки и страховые компании — все еще спят как инвесторы? Мы разбираемся, что мешает им стать якорными игроками и принести на рынок те самые длинные деньги, о которых так много говорят на форумах.

Мы подготовили для вас действительно мощный микс. Внутри — инсайды от Лондонской биржи и Freedom Broker, истории успеха Uzum и ТВС, честный взгляд на исламские финансы от IMAN. И, наконец, за глобальный контекст в номере отвечает легендарный Джим Роджерс. Его эксклюзивное интервью — вызов привычному ходу мыслей: его прогнозы вызывают споры, но их невозможно игнорировать.

Рынок капитала Узбекистана в 2026 году — это про конкретные стратегии и конкуренцию за частный капитал. Мы в Kursiv Research стремимся создавать пространство, где скрытые механизмы рынка становятся понятными, а риски — просчитываемыми. Наша задача — дать вам не просто информацию, а инструменты для принятия решений.

Готовы ли вы к IPO фонда, который управляет долями более чем в десятке крупнейших предприятий страны? Это станет главным событием года. А пока давайте изучать детали.

**ПРИЯТНОГО И ПОЛЕЗНОГО  
ЧТЕНИЯ!**

# ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЕ ИНВЕСТОРЫ В УЗБЕКИСТАНЕ:

## почему они спят и как их разбудить

### ПРЕМИИ ЕСТЬ, А ЖИЗНИ — НЕТ

Страховой рынок Узбекистана в последние годы растет быстрыми темпами. В 2020–2024 годах объем премий вырос более чем в четыре раза — с 2,2 до 9,8 трлн сумов. Рост заметен в абсолютных цифрах, но в масштабах экономики страхование по-прежнему занимает скромное место.

Уровень страхового проникновения — отношение совокупных премий к ВВП — в Узбекистане на протяжении всего периода был ниже 1%: с 0,37% в 2020 году он вырос до 0,76% в 2023-м, но в 2024 году снизился до 0,64%.

В мировой практике страховые компании начинают играть заметную роль как институциональные инвесторы при уровне проникновения, измеряемом несколькими процентами ВВП. В большинстве стран, где страховщики выступают якорными инвесторами на рынках капитала, проникновение устойчиво превышает 5% ВВП.

### СТРАХОВАНИЕ: ДЕНЬГИ ЕСТЬ, А ЖИЗНИ — НЕТ

Скромный масштаб — лишь часть проблемы. Всплеск страховых премий в 2024 году практически полностью обеспечил общее страхование — 9,5 из 9,8 трлн сумов.

В сегменте страхования жизни отмена налоговых льгот привела к развороту динамики: после роста в 2021–2022 годах объем премий сократился с 1,5 до 0,3 трлн сумов в 2023–2024 годах.

СВЯТОСЛАВ ПОЛЯКОВ

РЫНОК КАПИТАЛА УЗБЕКИСТАНА ЖДЕТ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫХ ИНВЕСТОРОВ. СЧИТАЕТСЯ, ЧТО ИМЕННО ОНИ ПРИНЕСУТ ДЛИННЫЕ ДЕНЬГИ, ЛИКВИДНОСТЬ И УСТОЙЧИВЫЙ СПРОС. KURSIV RESEARCH РАЗБИРАЕТСЯ, У КОГО ЕСТЬ ПОТЕНЦИАЛ СТАТЬ КРУПНЫМ СИСТЕМНЫМ ИГРОКОМ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ, ЧТО МЕШАЕТ ЕМУ РАСКРЫТЬСЯ И КАКИЕ РЕШЕНИЯ МОГЛИ БЫ ИЗМЕНИТЬ СИТУАЦИЮ.

### ОБЪЕМ И ПРОНИКНОВЕНИЕ РЫНКА СТРАХОВАНИЯ В УЗБЕКИСТАНЕ, 2020–2024 ГГ.

Источник: НАПП, WB

	2020	2021	2022	2023	2024
СТРАХОВЫЕ ПРЕМИИ (ВСЕГО), ТРЛН СУМОВ	2,2	3,7	6,2	8,1	9,8
ВСЕГО, YOY %		68,6	67	29,3	21,2
ОБЩЕЕ СТРАХОВАНИЕ (NON-LIFE), ТРЛН СУМОВ	1,9	3	4,7	7,7	9,5
NON-LIFE, YOY %		60,4	56,1	64,4	22,6
СТРАХОВАНИЕ ЖИЗНИ (LIFE), ТРЛН СУМОВ	0,3	0,7	1,5	0,3	0,3
LIFE, YOY %		114,4	112,6	-78,8	-11,2
ПРОНИКНОВЕНИЕ, % ВВП	0,37	0,51	0,70	0,76	0,64

Кризис страхования жизни лишил сектор источника длинных денег для институционального инвестиционного спроса.

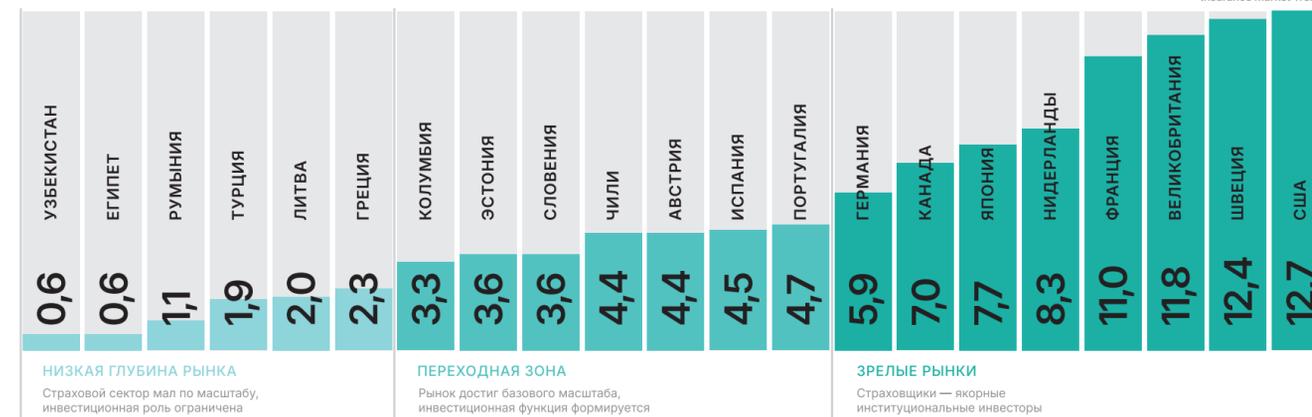
Дополнительным ограничением остается слабая капитализация страховщиков. В 2020–2024 годах инвестиционный портфель страховых компаний почти удвоился — с 3,4 до 6,5 трлн сумов, доля депозитов увеличилась с 54 до 70%, а вложения в ценные бумаги сократились почти на треть — с 28 до менее чем 20%.

Одновременно сократилась доля инструментов, связанных с долгосрочным риском. Участие в капитале предприятий снизилось с 8 до 1,5%, а вложения в недвижимость после краткого подъема также пошли на спад.

По словам ИВ-менеджера компании ALKES Фархода Муродова, страховые компании в Узбекистане постепенно интегрируются в рынок капитала, прежде всего через инструменты с фиксированной доходностью.

### ПРОНИКНОВЕНИЕ, % ВВП

Источник: OECD Global Insurance Market Trends



**НИЗКАЯ ГЛУБИНА РЫНКА**  
Страховой сектор мал по масштабу, инвестиционная роль ограничена

**ПЕРЕХОДНАЯ ЗОНА**  
Рынок достиг базового масштаба, инвестиционная функция формируется

**ЗРЕЛЫЕ РЫНКИ**  
Страховщики — якорные институциональные инвесторы

«Только за 2025 год наша компания сопровождала сделки по приобретению облигаций местными страховщиками на сумму свыше \$5 млн, что свидетельствует о формирующемся интересе к фондовому рынку как альтернативе банковским депозитам», — рассказывает Муродов.

Он добавляет, что по мере снижения процентных ставок, в первую очередь по депозитным инструментам, роль сумовых и валютных облигаций в инвестиционном портфеле страховых компаний будет возрастать. При этом ключевым ориентиром для них остается уровень риска, сопоставимый с банковскими инструментами.

«Таким образом, развитие страховых компаний как класса локальных институциональных инвесторов зависит не только от их инвестиционного аппетита, но и от наличия на рынке качественных прозрачных эмитентов и надежных инвестиционных инструментов», — подчеркивает Муродов.

### КИТАЙ: СТРАХОВАНИЕ ЖИЗНИ КАК ИСТОЧНИК ДЛИННЫХ ДЕНЕГ

В конце 1990-х страховой рынок Китая был не развит. Проникновение страхования не превышало 0,3–0,4% ВВП, страхование жизни находилось в зачаточном состоянии. Власти сделали ставку на накопительные полисы, упростили продукты и быстро масштабировали продажи через агентские сети и банки, избегая жесткой регуляции на старте.

По мере роста активов страховщикам расширили доступ к облигациям, инфраструктуре и недвижимости. В результате активы страховых компаний выросли до 22,7% ВВП к 2020 году, а к 2025 году превысили 40 трлн юаней (\$5–6 трлн). Ключевым драйвером роста стало страхование жизни. На него приходится около 65–70% совокупных страховых премий, а объем премий по страхованию жизни в 2020 году достиг 2,3–2,5% ВВП.

### ИНВЕСТИЦИИ СТРАХОВЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ УЗБЕКИСТАНА, 2020–2024 ГГ.

(трлн сумов и доля в совокупных инвестициях, %)

Источник: ЦБ РУз

ГОД	2020		2021		2022		2023		2024	
ВСЕГО ИНВЕСТИЦИИ	<b>3,38</b>	трлн сумов	<b>3,75</b>	трлн сумов	<b>4,75</b>	трлн сумов	<b>6,15</b>	трлн сумов	<b>6,54</b>	трлн сумов
	СУММА	ДОЛЯ, %								
ДЕПОЗИТЫ	1,82	53,8	2,21	58,9	2,90	61,1	4,04	65,7	4,58	70,0
ЦЕННЫЕ БУМАГИ	0,96	28,4	1,10	29,3	1,29	27,2	1,36	22,1	1,30	19,9
ЗАЙМЫ	0,04	1,2	0,05	1,3	0,06	1,3	0,05	0,8	0,10	1,5
НЕДВИЖИМОСТЬ	0,29	8,6	0,25	6,7	0,36	7,6	0,54	8,8	0,45	6,9
УЧАСТИЕ В УСТАВНОМ ФОНДЕ ПРЕДПРИЯТИЙ	0,27	8,0	0,14	3,7	0,12	2,5	0,13	2,1	0,10	1,5
ПРОЧИЕ	0,006	0,2	0,005	0,1	0,029	0,6	0,034	0,6	0,008	0,1

## ПЕНСИИ БЕЗ НАКОПЛЕНИЙ, ИНВЕСТФОНДЫ БЕЗ КАПИТАЛА

В развитых экономиках пенсионные и инвестиционные фонды образуют единый механизм: первые поставляют долгосрочный капитал, вторые перераспределяют его на рынке. В Узбекистане эта связка разорвана сразу в двух местах. Пенсионная система не формирует накоплений, а инвестиционные фонды существуют преимущественно в нормативном поле, не играя системной роли.

По словам первого заместителя директора Национального агентства перспективных проектов **Вячеслава Пака**, ключевым барьером для развития инвестиционных фондов остается избыточное регулирование. Требования к их деятельности настолько жесткие, что запуск фондов становится экономически нецелесообразным. Дополнительное давление на рынок оказала обязательная перерегистрация отдельных участников, которая формально увеличила число акционерных обществ, но не привела к росту инвестиционной активности.

*«Если говорить о локальных фондах, инвестирующих в фондовый рынок, то на сегодняшний день их практически нет. Это в первую очередь связано с тем, что действующее регулирование коллективных инвестиционных инструментов пока в полной мере не учитывает реалии и потребности современного рынка», — соглашается Фарход Муродов.*

Еще одним тормозом развития инвестфондов эксперт считает отсутствие устойчивого класса профессиональных управляющих активами, специализирующихся именно на публичных рынках.

При этом в стране уже работают инвестиционные фонды с иностранным и государственным капиталом, которые управляют портфелями, измеряемыми сотнями миллионов долларов США, и инвестируют в широкий спектр отраслей — от МСБ и промышленности до инфраструктурных проектов, напоминает Муродов. У некоторых из них также формировались или продолжают формироваться портфели ценных бумаг. Однако по своей экономической функции такие фонды ближе к моделям прямых инвестиций и private equity, чем к классическим институционалам фондового рынка: они ориентированы на проектное финансирование и долгосрочное владение активами, а не на формирование ликвидности и спроса на публичные инструменты.

Ключевым системным ограничением остается распределительная пенсионная система. Пенсионные расходы в Узбекистане достигают около 5% ВВП, однако в действующей распределительной модели эти средства практически полностью направляются на текущие выплаты. Пенсионная система не аккумулирует долгосрочные активы и, как

следствие, не участвует в финансировании экономики через рынок капитала.

Переход к накопительной модели — даже в ограниченном масштабе — меняет эту логику. В отличие от распределительной системы, накопительные пенсионные фонды направляют часть взносов на формирование инвестиционного портфеля с длинным горизонтом.

Если предположить, что в накопительный контур будет направляться лишь 1–2% ВВП в год, это означает ежегодный приток порядка \$1,5–2 млрд при текущем размере экономики. Уже через пять лет совокупный объем пенсионных активов мог бы достичь \$8–10 млрд, а в горизонте десяти лет — 15–25% ВВП даже без учета инвестиционной доходности.

Именно на этом этапе могли бы получить развитие и инвестиционные фонды. При появлении стабильного источника долгосрочных средств они способны выполнять роль каналов перераспределения пенсионного капитала, формируя устойчивый спрос сначала на государственные и корпоративные облигации, а затем — и на акции.

Нормативно-правовую базу для частных пенсионных фондов планируется разработать в 2027–2028 годах, их практический запуск ожидается ближе к 2030 году. Даже в оптимистичном сценарии стать значимыми институциональными инвесторами на рынке капитала они смогут лишь спустя несколько лет после запуска.

*«Важно понимать, что появление фондов коллективных инвестиций — это долгий и комплексный процесс. Для того чтобы в стране устойчиво и активно работали несколько*

*инвестиционных фондов с активами под управлением свыше \$100 млн, потребуется несколько лет последовательной работы в тесном взаимодействии регулятора, профессиональных участников рынка капитала, эмитентов и инвестиционного сообщества в целом», — говорит Муродов.*

## ИНВЕСТОРЫ ПОНЕВОЛЕ

Инвестиционный портфель банков Узбекистана за три года увеличился более чем втрое — с **19,6 трлн сумов на начало 2022 года до 59,6 трлн на начало 2025-го**. Доля инвестиций в активах увеличилась с **4,4 до 7,7%**.

По международным меркам это довольно мало. В большинстве развитых экономик банки размещают в инвестиционных инструментах **20–30% активов**. В Германии и Франции — около **25%**, в Финляндии и Португалии — **до 30%**, в Нидерландах и Австрии — **15–20%**. Медианное значение по европейским странам превышает **20%**.

## СТРУКТУРА АКТИВОВ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА УЗБЕКИСТАНА

(трлн сумов и доля в активах, %)

Источник: ЦБ РУз

	01.01.2022		01.01.2023		01.01.2024		01.01.2025, МЛРД СУМОВ	
ИТОГО АКТИВОВ	<b>444,9</b>	трлн сумов	<b>556,7</b>	трлн сумов	<b>652,1</b>	трлн сумов	<b>769,3</b>	млрд сумов
	СУММА	ДОЛЯ, %	СУММА	ДОЛЯ, %	СУММА	ДОЛЯ, %	СУММА	ДОЛЯ, %
КРЕДИТЫ, ЧИСТЫЕ	316,4	71,1	378,9	68,1	457,8	70,2	514,6	66,9
ИНВЕСТИЦИИ И ЦЕННЫЕ БУМАГИ	19,6	4,4	31,5	5,7	32,5	5,0	59,6	7,7
ЛИКВИДНЫЕ И КВАЗИЛИКВИДНЫЕ АКТИВЫ	90	20,2	123,3	22,1	125,9	19,3	148,7	19,3
ПРОЧИЕ АКТИВЫ	18,9	4,3	22	4,1	35,8	5,5	46,3	6,0

## ДОЛЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ АКТИВОВ В БАЛАНСАХ БАНКОВ

Источник: OECD Financial Balance Sheets



Ресурсная база позволяет банкам инвестировать больше. **На начало 2025 года** объем высоколиквидных активов банков составил **133,2 трлн сумов**, или **17,3% совокупных активов**. Коэффициент покрытия ликвидности (LCR) находился на уровне **193,8%**, почти вдвое превышая минимальное требование, а коэффициент чистого стабильного финансирования (NSFR) — **115,3%**, что указывает на устойчивое долгосрочное фондирование.

Сопоставление ликвидности и структуры активов позволяет оценить, на что мог бы претендовать рынок капиталов. При таком уровне LCR около 64 трлн сумов формируют регуляторный ликвидный буфер сверх обязательного минимума. Этот буфер не может быть полностью направлен в инвестиции, однако даже консервативное использование 30–50% дает 20–32 трлн сумов потенциальных дополнительных вложений, что эквивалентно примерно 1,5–2,5% ВВП.

## СТРУКТУРА ЛИКВИДНОСТИ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА УЗБЕКИСТАНА НА 01.01.2025

Источник: ЦБ РУз

<b>133,2</b>	<b>17,3%</b>	<b>193,8%</b>	<b>115,3%</b>
HQLA	HQLA / Total Assets	LCR	NSFR
Высоколиквидные активы (трлн сум.)	Доля высоколиквидных активов в совокупных активах, %	Коэффициент покрытия ликвидности (мин. значение 100%)	Коэффициент чистого стабильного финансирования (мин. значение 100%)

Вместе с уже существующим инвестиционным портфелем банков (около 60 трлн сумов) это позволило бы увеличить совокупный объем инвестиций до **80–90 трлн сумов**, или примерно **10–13% активов**.

Уровень по-прежнему ниже европейских стандартов, но уже достаточный, чтобы заметно изменить роль банков в финансовой системе.

Старший аналитик Frank RG **Василий Никин** отмечает, что ограничения носят не только структурный, но и регуляторный характер.

*«Все банки должны соблюдать базельские стандарты, согласно которым ценные бумаги компаний Узбекистана относятся к высоко-рисковому и создают значительное давление на капитал. Поэтому узбекский банк стоит перед выбором: распределить капитал на короткие и высокодоходные микрорайоны или на длинные высокорисковые облигации», — говорит эксперт.*

По его словам, на рынке Узбекистана идет ужесточение регулирования, поэтому кредитование ожидаемо замедлится и часть высокобюджетных средств в теории **может уйти на фондовый рынок**. Однако чтобы банки начали стабильно вкладывать деньги в ценные бумаги, должны измениться как ценовые условия, так и институциональная среда.

Со стороны компаний-заемщиков рынок капитала должен стать альтернативой банковскому кредиту, считает эксперт:

*«С одной стороны, должна измениться рыночная конъюнктура. С другой — повыситься прозрачность и доступность информации о рынке, которая бы помогла принимать инвестиционные решения как эмитентам, так и инвесторам. Компании должны увидеть преимущества от получения рейтингов, раскрытия информации и работы с инвесторами. Здесь могла бы помочь инициатива биржи и регулятора».*

Банки, располагая значительными ресурсами, не способны заменить классических институциональных инвесторов, без которых рынок капитала остается узким, а попытки масштабировать банковские инвестиции быстро упираются в концентрационные риски.

*«Для рынка гораздо интереснее «умные» деньги инвестдомов, имеющих длинный горизонт инвестирования. Доминирование розничных инвесторов приводит к росту спекулятивных сделок и высокой волатильности, что усложняет принятие решений и снижает доверие к рынку. Поэтому основу рынка должны формировать институциональные инвесторы», — резюмирует Никин.*

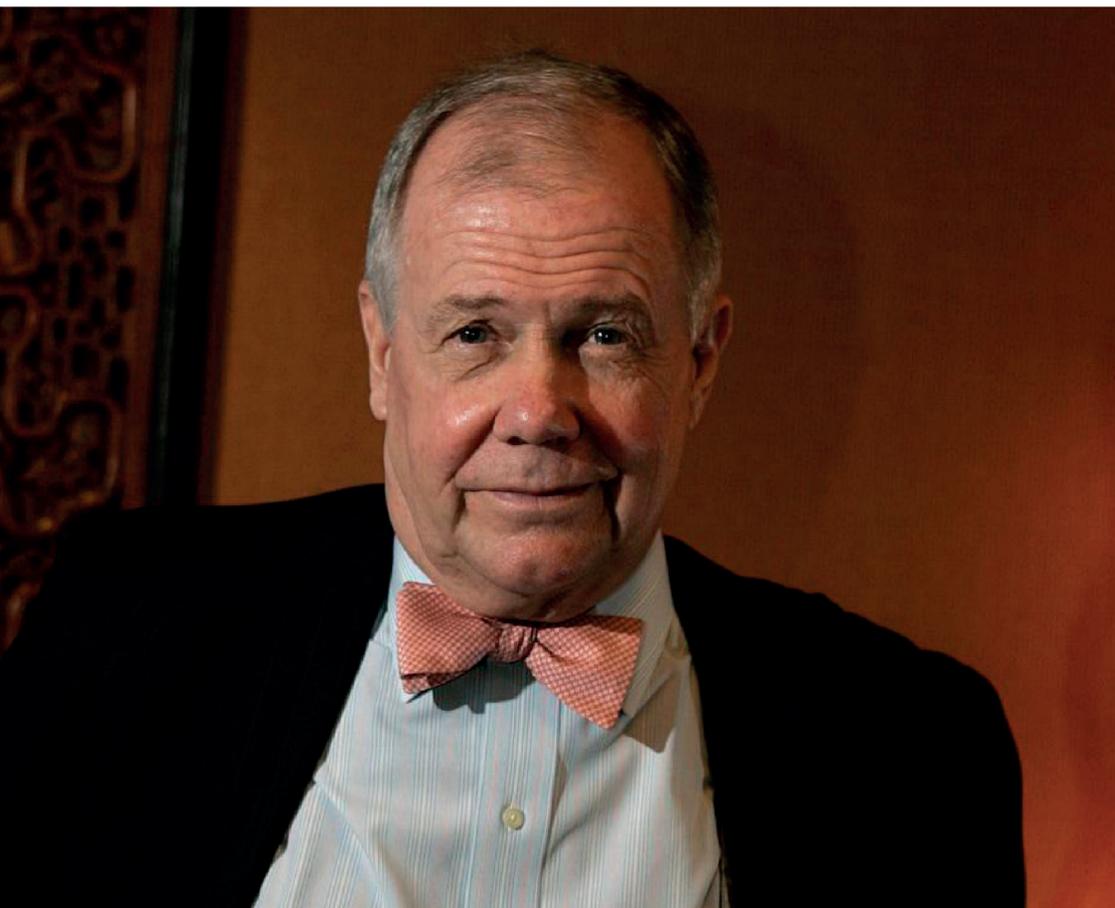
# «Я ОПТИМИСТИЧНО СМОТРЮ НА БУДУЩЕЕ УЗБЕКИСТАНА»

— Джим Роджерс

ВАДИМ ЕРЗИКОВ И САБИНА АЛИЕВА

ОДИН ИЗ САМЫХ ИЗВЕСТНЫХ ГЛОБАЛЬНЫХ ИНВЕСТОРОВ, СООСНОВАТЕЛЬ QUANTUM FUND ДЖИМ РОДЖЕРС РАССКАЗАЛ О СВОИХ ИНВЕСТИЦИЯХ В РЫНОК АКЦИЙ УЗБЕКИСТАНА НА ФОНЕ РАСТУЩЕГО ИНТЕРЕСА МЕЖДУНАРОДНОГО КАПИТАЛА К СТРАНЕ. В ИНТЕРВЬЮ KURSIV RESEARCH ОН ОБЪЯСНИЛ, ПОЧЕМУ РЕШИЛ УЙТИ ИЗ АМЕРИКАНСКИХ АКЦИЙ, ЧЕМ ЕГО ПРИВЛЕК НЕБОЛЬШОЙ, НО РАЗВИВАЮЩИЙСЯ ФОНДОВЫЙ РЫНОК УЗБЕКИСТАНА, КАКИЕ РИСКИ ОН ВИДИТ ДЛЯ ИНВЕСТОРОВ И КАК ОЦЕНИВАЕТ ДОЛГОСРОЧНЫЙ ПОТЕНЦИАЛ ЭКОНОМИКИ.

Фото: China Photos / Getty Images



— Джим, что привлекло ваше внимание к Узбекистану как к стране для инвестиций?

— Узбекистан — это страна с огромным потенциалом. У вас великая история. В прошлом на этой земле были периоды большого успеха. Вы помните Тамерлана? Он добился колоссального успеха. Когда-то он завоевал большую часть мира.

Но и сегодня у Узбекистана большая географическая территория, многочисленное население и много ресурсов. Правительство старается управлять экономикой в правильном ключе и создавать стимулы для людей, включая инвесторов. Я совершаю много ошибок, но, похоже, сейчас Узбекистан — это то самое место, куда нужно инвестировать.

— Вы упоминали, что продали американские и российские акции. Что стало ключевым фактором вашего решения уйти с рынка акций США?

— Американские акции находятся на рекордно высоком уровне. Они растут в течение самого долгого периода в истории США. С 2008–2009 годов американские бумаги только дорожают. Такого долгого роста в истории Америки еще никогда не было.

Может быть, это будет продолжаться вечно. Господин Трамп говорит: «Не волнуйтесь». Ну а я волнуюсь. Такого раньше не случалось. Исторически сложилось так, что когда все счастливы — самое время задавать вопросы. Самое время посмотреть в окно и увидеть, что может пойти не так. Я знаю, что подобное уже случалось, и когда это происходило в прошлом, это был момент для вопросов.

— Почему на фоне глобальной экономической и геополитической неопределенности вы выбрали именно Узбекистан в качестве направления для инвестиций?

— Рынок маленький и он развивается. Правительство пытается дать людям стимулы для инвестирования в Узбекистан.

Так что это место с огромным потенциалом, массой активов и пока еще небольшим количеством акций. Я не знаю, прав ли я, но всякий раз, когда правительство пытается стимулировать инвестиции, это обычно приносит хорошие результаты.

— Какие секторы экономики Узбекистана вы считаете наиболее перспективными для долгосрочного инвестирования?

— На фондовом рынке Узбекистана акций не так много. Поэтому я купил бумаги почти всех компаний на бирже.

Если рынок чувствует себя хорошо и он маленький, то все растет, по крайней мере, какое-то время. Таков мой исторический

ЛЕГЕНДАРНЫЙ АМЕРИКАНСКИЙ ИНВЕСТОР ДЖИМ РОДЖЕРС ВМЕСТЕ ДЖОРДЖЕМ СОРОСОМ В 1970-Х ОСНОВАЛ QUANTUM FUND — ОДИН ИЗ САМЫХ УСПЕШНЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ФОНДОВ СВОЕГО ВРЕМЕНИ. ЗА ДЕСЯТЬ ЛЕТ СУММАРНАЯ ДОХОДНОСТЬ СОСТАВИЛА ОКОЛО 4200%.

РОДЖЕРС ДВАЖДЫ ОБЪЕХАЛ ВСЬ МИР (ОБА ПУТЕШЕСТВИЯ ВОШЛИ В КНИГУ РЕКОРДОВ ГИННЕССА), ИЗУЧАЯ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ВОЗМОЖНОСТИ В РАЗНЫХ СТРАНАХ, И НАПИСАЛ НЕСКОЛЬКО КНИГ О ФИНАНСАХ: «ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БАЙКЕР», «ПРИКЛЮЧЕНИЯ КАПИТАЛИСТА», «ТОВАРНЫЕ БИРЖИ: САМЫЕ ГОРЯЧИЕ РЫНКИ В МИРЕ» И «СДЕЛАЙТЕ ВАШИХ ДЕТЕЙ УСПЕШНЫМИ», В КОТОРЫХ ДЕЛИТСЯ ОПЫТОМ ГЛОБАЛЬНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ И ВЗГЛЯДАМИ НА ЭКОНОМИКУ И ОБРАЗОВАНИЕ. С 2007 ГОДА РОДЖЕРС ЖИВЕТ В СИНГАПУРЕ, ТАК КАК СЧИТАЕТ АЗИЮ ЦЕНТРОМ БУДУЩЕГО ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА. СЕЙЧАС ОН ТОЖЕ ИНВЕСТИРУЕТ И РЕГУЛЯРНО ВЫСТУПАЕТ КАК АВТОРИТЕТНЫЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ ЭКСПЕРТ. РОДЖЕРС ИЗВЕСТЕН КАК СТОРОННИК ДОЛГОСРОЧНЫХ ЭКОНОМИЧЕСКИХ ЦИКЛОВ И ИНВЕСТИЦИЙ В НЕДООЦЕНЕННЫЕ РЫНКИ.

опыт. Правительство Узбекистана пытается помочь, поощряет инвестиции. Обычно это означает, что вам тоже следует инвестировать.

— Было ли сложно собирать данные об узбекских компаниях? Многие жалуются, что информации недостаточно.

— Вы можете это изменить, рассказывать миру об Узбекистане. Большинство международных инвесторов пока не могут найти Узбекистан на карте, но это изменится. Если экономика продолжит развиваться и государство продолжит помогать людям инвестировать в фондовый рынок, придет больше международных и локальных инвесторов.

Потребуется просвещение. Миру понадобится время, чтобы узнать об Узбекистане. Образование, время и успех помогут просветить людей. Сейчас рынок маленький. Многие люди не могут инвестировать в него именно поэтому. Развитие займет определенное время.

— О каких рисках иностранные инвесторы должны знать, выходя сегодня на узбекский рынок?

— Риск есть везде. Если говорить об Узбекистане, главный риск в том, что это маленький рынок на этапе развития. Кто-то может передумать. В правительстве могут сказать: «Нам не нравится, когда люди добиваются успеха».

Поэтому они могут изменить правила и законы. Я полагаю, это и есть основной риск сейчас: правительство может передумать. Я не думаю, что это произойдет, но такой риск есть всегда и везде, включая Америку и Японию.

— Что международное инвестиционное сообщество должно лучше понимать об Узбекистане, на ваш взгляд?

— Кто-то должен дать понять международному инвестиционному сообществу, что это страна с большим количеством активов, огромным потенциалом и правительством, которое старается помочь.

Когда люди узнают об этом, особенно когда котировки начнут расти, это поможет развитию. Нужно образование и время. Но в прошлом то, что вы делаете сейчас, обычно было хорошим знаком для рынков.

— Заключительное слово об Узбекистане как о направлении для инвестиций.

— Я действительно совершаю много ошибок, но не думаю, что в этот раз ошибся. Узбекский рынок, вероятно, хорошо покажет себя в течение нескольких лет. Со временем станет больше компаний, активности и понимания. Я оптимистично смотрю на будущее Узбекистана.

## Точка входа:

ВАДИМ ЕРЗИКОВ

# ВО ЧТО ИНВЕСТИРОВАТЬ В 2026 ГОДУ

## ОЖИДАНИЯ ОТ ЭКОНОМИКИ

Инвестиционный ландшафт Узбекистана в 2026 году определяется не только внутренними реформами, но и качественным изменением восприятия страны на международной арене. Как отмечает аналитик Freedom Broker **Борис Бондарь**, инвестиционная привлекательность сегодня формируется на стыке макроэкономической устойчивости и качества институциональной среды.

«Инвестиционная оценка при первичном выходе на рынок Узбекистана базируется на страновом профиле риска. В прикладной практике этот риск выступает как премия к требуемой доходности. Улучшение суверенных рейтингов в 2025 году стало отражением укрепления макроустойчивости. Это способствует снижению стоимости заимствований и сокращению премии за риск, формируя благоприятные условия для инвесторов», — поясняет эксперт.

По мнению Бондаря, страна входит в 2026 год с устойчивыми темпами расширения ВВП на уровне 6–6,5%. Этот рост подкреплен не только внутренним спросом, но и диверсификацией: обрабатывающая промышленность и несырьевой экспорт играют все более заметную роль. Однако аналитик призывает не забывать о рисках, связанных с ценами на золото. Рекордная выручка от продажи драгметалла поддерживает бюджет, но создает зависимость от мировой конъюнктуры. Если цикл цен развернется, это потребует от государства более жесткой коррективов.

Фундаментальный взгляд на перемены предлагает генеральный исполнительный директор Компании по рефинансированию ипотеки (УзКРИ) **Муроджон Фарманов**. Он уверен, что 2025 год стал поворотным моментом благодаря повышению рейтинга от S&P Global Ratings до уровня «ВВ».

«Для рынка корпоративного долга это событие имеет колоссальное значение, — говорит Фарманов. — Суверенный рейтинг устанавливает потолок и базовую безрисковую ставку. Повышение рейтинга означает, что такие эмитенты, как УзКРИ, могут привлекать капитал дешевле. Мы видим, как надбавка за неопределенность сжимается. Инвесторы видят золотые резервы выше \$60 млрд и понимают, что внешний долг под контролем. Это рождает

энтузиазм в отношении вложений в национальной валюте».

Фарманов также отмечает важнейший сдвиг: переход от директивного кредитования к рыночному фондированию. Если раньше ипотека и промышленность зависели от бюджетных вливаний, то теперь система учится жить на длинные деньги с рынка.

В компании Agat Credit, которая активно работает на рынке облигаций, смотрят на перспективы с оптимизмом. Представители компании характеризуют среду как «сильную и диверсифицированную». Они подчеркивают, что последовательная либерализация финансового сектора и развитие инфраструктуры фондовой биржи создали базу для прихода как институциональных, так и розничных инвесторов.

## НА КАКИЕ ИНСТРУМЕНТЫ ОБРАТИТЬ ВНИМАНИЕ

В 2026 году структура предпочтений инвесторов претерпевает изменения. На первый план выходят инструменты с фиксированной доходностью. Борис Бондарь считает, что ключевое место займут облигации в национальной валюте, а также новый сегмент — валютные облигации на локальном рынке. Последний находится в разработке, но запуск ожидается в ближайшее время. «Облигации в суммах позволяют зафиксировать привлекательную реальную доходность на фоне замедляющейся инфляции (ожидается 6–6,5% к концу года), — комментирует Бондарь. — Дополнительное преимущество для развития рынка инструментов с фиксированной доходностью связаны с недавно принятым указом президента № 254 от 18.12.2025, который предусматривает выпуск облигаций в инвалюте в рамках специального правового режима. Однако рынок таких инструментов пока не запущен. После ожидаемого запуска это даст возможность сочетать доходность с валютной диверсификацией, не выходя за рамки внутренней инфраструктуры».

По словам эксперта, особый интерес в 2026 году будут представлять выпуски коммерческих банков. В этом направлении уже есть первый кейс в текущем году: «Асакабанк» выпустил корпоративные облигации на 1 трлн сумов. Решение об этом принял наблюдательный совет. Бондарь

ЭКОНОМИКА УЗБЕКИСТАНА В 2026 ГОДУ, СОГЛАСНО ПАРАМЕТРАМ ГОСБЮДЖЕТА, ПОКАЖЕТ РОСТ НА 6,6%. КЛЮЧЕВЫМИ ДРАЙВЕРАМИ ОСТАНУТСЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ, СТРОИТЕЛЬСТВО И УСЛУГИ, ТОГДА КАК АГРАРНЫЙ СЕКТОР СОХРАНИТ УМЕРЕННЫЕ ТЕМПЫ РОСТА. KURSIV RESEARCH СОВМЕСТНО С ЭКСПЕРТАМИ АНАЛИЗИРУЕТ, КАКИЕ ОТРАСЛИ БУДУТ НУЖДАТЬСЯ В ИНВЕСТИЦИЯХ, КАКИЕ ПРОЕКТЫ МОГУТ ВЫЙТИ НА РЫНОК КАПИТАЛА И ГДЕ ИНВЕСТОРЫ ВЕРОЯТНЕЕ ВСЕГО УВИДЯТ РОСТ КОТИРОВОК.

отмечает, что для банков это альтернатива депозитам, позволяющая формировать устойчивую и предсказуемую структуру пассивов для финансирования долгосрочных проектов.

Практический опыт микрофинансовой компании Agat Credit подтверждает этот тренд. Эмитент выпустил четвертый транш облигаций, преследуя прагматичные цели. Это диверсификация для снижения зависимости от банковских кредитов и оптимизация, так как фиксированная ставка делает планирование предсказуемым. Наконец, это фактор роста: привлеченные средства направляются на расширение микрофинансового бизнеса.

«Наши облигации востребованы, — отмечают в Agat Credit. — За 9 месяцев 2025 года совершено около 3,9 тысячи сделок — это один из самых высоких показателей. Купонные ставки на уровне 27–29% годовых значительно превышают доходность депозитов. При этом небольшой номинал делает вход доступным для розничных инвесторов».

## КУДА СМОТРЕТЬ ИНВЕСТОРАМ

Если долгой рынок уже взял высокую планку, то рынок акций в 2026 году ждет своего часа. Главным ожиданием остается программа приватизации. Представитель Freedom Finance указывает на то, что долгие годы задержки планов тормозили приток институционального капитала, но сейчас ситуация меняется.

«Ключевым событием 2026 года может стать IPO Национального инвестиционного фонда Узбекистана (UzNIF). Это не просто отдельная сделка, а инфраструктурный шаг. UzNIF консолидировал доли государства более чем в 10 крупнейших компаниях. Его выход на биржу станет точкой входа в экономику страны для глобальных фондов, которым нужен диверсифицированный инструмент», — подчеркивает аналитик Freedom Broker.

Размещение UzNIF способно резко поднять капитализацию рынка и задать стандарты корпоративного управления. Это создаст базу для последующих IPO отдельных компаний, входящих в портфель фонда. Инвесторам стоит внимательно следить за банковским сектором и энергетикой — именно здесь ожидаются наиболее качественные активы.

## ПЕРЕЧЕНЬ АКТИВОВ В ПОРТФЕЛЕ UZNIF

### АО «Региональные электрические сети»

Управляет территориальными электросетями и обеспечивает распределение и поставку электроэнергии через сеть линий и подстанций по всей стране

**40%** доля  
**2,2 ТРЛН ПРИБЫЛИ\***

(рост в 6,3 раза)  
\*За 9 месяцев 2025 года

### АО «Тепловые электрические станции»

Производство электроэнергии и тепловой энергии на базе комплекса тепловых электростанций. Компания управляет несколькими крупными ТЭС и теплоцентралями

**25%** доля  
**281,4 МЛРД ПРИБЫЛИ\***

(в прошлом году убыток на 541,6 млрд)  
\*За 9 месяцев 2025 года

### АО «Узбекгидроэнерго»

Отвечает за реализацию единой технической политики в гидроэнергетике, производство электроэнергии на гидроэлектростанциях и развитие гидроэнергетического потенциала страны. Управляет сетью ГЭС

**40%** доля  
**3 МЛРД ПРИБЫЛИ\***

(-29%)  
\*За 9 месяцев 2025 года

### АО «Узбектелеком»

Оператор телекоммуникационных услуг и один из крупнейших провайдеров в стране. Работает в сфере мобильной связи, широкополосного интернета, цифрового телевидения, передачи данных и корпоративных решений. В 2023 году вышло на IPO

**30%** доля  
**321,1 МЛРД ПРИБЫЛИ\***

(рост в 18,5 раза)  
\*За 9 месяцев 2025 года

### АО Uzbekistan Airways

Флагманский авиаперевозчик страны. Компания выполняет регулярные пассажирские и грузовые рейсы по внутренним и международным направлениям с базой в Ташкенте

**25%** доля  
**710,2 МЛРД ПРИБЫЛИ\***

(рост на 43,8%)  
\*За 9 месяцев 2025 года

### АО «Темируйлинфратузилма»

Компания создана в рамках реформирования железнодорожного транспорта. Занимается управлением и развитием железнодорожной инфраструктуры, обеспечивает стабильную и безопасную работу железнодорожного транспорта

**40%** доля  
**122,7 МЛРД ПРИБЫЛИ\*\***

\*\*В 2024 году. В 2023-м зафиксирован убыток на 226,7 млн

### АО «Худудгазтаъминот»

Компания, отвечающая за обеспечение, транспортировку, распределение и контроль потребления природного и сжиженного газа населению и предприятиям

**40%** доля  
**48,5 МЛРД ПРИБЫЛИ\***

(сокращение на 85,5%)  
\*За 9 месяцев 2025 года

### АО «Тошхашартрансхизмат»

Обеспечивает эксплуатацию и развитие городских транспортных услуг, включая пассажирские перевозки, управление подвижным составом, обслуживание маршрутов

**25%** доля  
**92,8 МЛРД УБЫТКА\***

Убыток сократился на 1,3%  
\*За 9 месяцев 2025 года

### АО «Узбекистон МЭТ»

Осуществляет эксплуатацию и развитие магистральных электрических сетей страны, передачу электроэнергии по основным линиям, межгосударственный транзит и сотрудничество с энергосистемами соседних государств

**40%** доля  
**105,1 МЛРД УБЫТКА\***

Убыток сократился в 20 раз  
\*За 9 месяцев 2025 года

### АО «Узбекская республиканская товарно-сырьевая биржа»

Крупнейшая товарно-сырьевая биржа страны. Функционирует как рыночная инфраструктура для организации торгов товарами и сырьем

**40%** доля  
**254,1 МЛРД ПРИБЫЛИ\***

(+11,8%)  
\*За 9 месяцев 2025 года

### АО «Узбекивест»

Работает в сфере общего страхования. Осуществляет деятельность по всем 17 классам страхования в соответствии с классификатором страховой деятельности

**40%** доля  
**45,2 МЛРД ПРИБЫЛИ\***

(рост на 24,8%)  
\*За 9 месяцев 2025 года

### АО «Узсувтаъминот»

Создано для управления и развития систем водоснабжения и канализации, реализации среднесрочных программ по обеспечению населения питьевой водой и модернизации коммунальной инфраструктуры

**40%** доля  
**58,6 МЛРД ПРИБЫЛИ\***

(рост в 17,5 раза)  
\*За 9 месяцев 2025 года

### АКБ «Узпромстройбанк»

Один из старейших и крупнейших коммерческих банков, основанный в 1922 году. Осуществляет универсальные банковские операции. Готовится к приватизации контрольного пакета акций

**40%** доля  
**1,4 ТРЛН ПРИБЫЛИ\***

(рост на 73%)  
\*За 9 месяцев 2025 года

## СРАВНЕНИЕ КЛЮЧЕВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ В 2026 ГОДУ

Корпоративные облигации в суммах	Облигации в иностранной валюте (локальные)	Акции	Государственные облигации (для юрлиц)
18–29%	8–10%	ЗАВИСИТ ОТ ДИВИДЕНДОВ И РОСТА КОТИРОВОК	13–17%
Высокая реальная доходность при снижении инфляции	Хеджирование внутренних валютных рисков	Потенциал роста на фоне приватизации	Высокая надежность

На фоне ожиданий выхода на IPO UzNIF некоторые бумаги фонда уже сейчас показывают хорошие результаты в котировках. Например, бумаги Узбекской республиканской товарно-сырьевой биржи к середине января 2026 года стоят вдвое дороже, чем было в начале 2025-го. Рост наблюдается также у «Узбектелекома», SQB.

## ЧТО ПОМОЖЕТ РЫНКУ РАСТИ ДАЛЬШЕ

Для того чтобы позитивные ожидания усилились, рынок ждет глубокую трансформацию. Эксперты выделяют несколько направлений. Муроджон Фарманов из УзКРИ акцентирует внимание на четырех столпах развития:

**1. Связь с глобальными рынками.** Стратегической целью должно стать установление полноценного прямого моста между Центральным депозитарием Узбекистана и системами Euroclear/Clearstream. Режим песочницы Национального агентства перспективных проек-

тов уже позволил прийти таким игрокам, как Auerbach Grayson и OTP Bank. Это дает возможность иностранцам покупать наши бумаги, но для консервативных фондов нужна финальная, а не тестовая архитектура.

**2. Институт маркетмейкеров.** На вторичном рынке облигаций пока доминирует стратегия «купи и держи», что создает дефицит ликвидности. Нужно стимулировать профучастников поддерживать двусторонние котировки.

**3. Пенсионная реформа.** Сейчас на рынке не хватает длинных денег. Если разрешить пенсионному фонду инвестировать хотя бы малую часть средств в высокорейтинговые облигации, это создаст мощнейший внутренний спрос, уверен Фарманов.

**4. Секьюритизация.** Переход к выпуску ипотечных ценных бумаг (MBS) позволит банкам разгружать балансы, а инвесторам — покупать чистый риск недвижимости без привязки к надежности самого банка.

К наиболее перспективным инструментам рынка капитала Узбекистана в Agat Credit относят качественные корпоративные и государ-

ственные облигации с прозрачной финансовой отчетностью и устойчивой историей выплат. Также выделяются инструменты в иностранной валюте, расширяющие базу инвесторов и повышающие международную привлекательность рынка, и ESG-инструменты, отвечающие современным запросам инвесторов.

Борис Бондарь резюмирует: «Для роста нужны глубина и ликвидность. Рост free-float (доли акций в свободном обращении) и предсказуемость размещений — вот чего ждет рынок. Прозрачность отчетности по МСФО и защита прав миноритариев остаются базовыми условиями для долгосрочного доверия».

Реализация этих системных изменений позволит объединить успехи облигационного сегмента с потенциалом акционерного капитала. Таким образом, 2026 год обещает стать периодом зрелости для финансового рынка Узбекистана, предлагая инвесторам широкий выбор инструментов: от надежных гособлигаций до высокодоходных корпоративных бондов и долгожданных IPO, способных изменить масштаб всей национальной экономики.



# IPO В ТАШКЕНТЕ И ЛОНДОНЕ

ОДИН ДЕНЬ ИЗ ЖИЗНИ FRANKLIN TEMPLETON: КАК МЕЖДУНАРОДНАЯ КОМПАНИЯ МЕНЯЕТ ФОНДОВЫЙ РЫНОК УЗБЕКИСТАНА

В 2025 году Министерство экономики и финансов РУз и компания Franklin Templeton подписали соглашение, по которому дочерняя компания ИП ООО Franklin Templeton Asset Management получила статус доверительного управляющего Национальным инвестиционным фондом Республики Узбекистан (УзНИФ). Фонд владеет стратегическими долями от 25 до 40% в ряде ключевых государственных предприятиях страны, среди которых Uzbekistan Airways, SQB, Uzbekhydroenergo и другие компании из разных отраслей. Одна из главных задач УзНИФ — выйти на IPO на ташкентской и международной фондовых биржах. Это станет первым IPO эмитента из Узбекистана на международной фондовой бирже и первое IPO из Узбекистана с двойным листингом — акции фонда будут торговаться на Ташкентской фондовой бирже, а глобальные депозитарные расписки (GDR) на акции фонда — на международной.

## ОКНО ДЛЯ ИНВЕСТИЦИЙ

Сейчас иностранные инвесторы имеют доступ только к международным долговым инструментам, выпущенным отечественными компаниями, — еврооблигации выпустили банки и промышленные предприятия, но международного предложения акций иностранным

инвесторам в истории страны еще не было. «Такое IPO откроет рынок для международных инвесторов к акциям, повысит ликвидность и глубину регионального фондового рынка. По сути, это окно для входа иностранных инвесторов в Узбекистан», — говорит генеральный директор Franklin Templeton в Центральной Азии и менеджер УзНИФ **Мариус Дан**. Это IPO откроет путь и для других компаний страны, которые на примере фонда смогут выйти на международные рынки для привлечения средств в акционерный капитал. А сама подготовка к IPO и последующие торги акциями повысят требования к компаниям, входящим в фонд, в части прозрачности, стандартов корпоративного управления, подотчетности менеджмента и, что самое главное, эффективности их бизнеса.



## ЭФФЕКТИВНОСТЬ ЧЕРЕЗ ТРАНСФОРМАЦИЮ

В мае прошлого года Franklin Templeton открыл офис в Ташкенте, сегодня в нем работают около 20 специалистов в области инвестиций, финансов, стратегии и комплаенса. Журналистов Kursiv Research пригласили провести один день с Franklin Templeton, побеседовать с сотрудниками и узнать, как команда готовит фонд и его компании к новому этапу.

«Нам удалось собрать профессиональную команду молодых специалистов, большая



часть — местные таланты, которые прекрасно разбираются не только в вопросах инвестиций, но и знают менталитет и культурные особенности. Это позволяет нам быстро и эффективно подключаться к процессам, находить общий язык с портфельными компаниями. Мы самый молодой и быстрорастущий офис в структуре Franklin Templeton, нам всего 9 месяцев», — рассказывает директор по инвестициям Franklin Templeton в Узбекистане **Карен Срапионов**, встречая нас в ташкентском офисе.

В самом офисе царит особая атмосфера. Телефонные звонки и разговоры на разных языках, на мониторах сотрудников разные графики, таблицы с цифрами, новички советуются со старшими коллегами. Все это больше походит

на кадры из фильмов про биржи и трейдеров, чем на офис в Узбекистане.

«Мы полностью синхронизируем нашу работу с государством в трансформации компаний с целью повышения их прибыльности», — Мариус Дан объясняет, чем сегодня занята команда.

Ключевая задача Franklin Templeton — через трансформацию повысить эффективность, прибыльность и рыночную стоимость госкомпаний, которая сегодня составляет более \$1,9 млрд. «В самом начале мы провели серии интервью с менеджментом организаций — от высшего руководства до специалистов — чтобы понять реальные проблемы и препятствия для развития бизнеса, выявить потенциал роста эффективности. На основе этого анализа составили стратегии, трансформационные предложения и планы. Их внедрение должно повысить эффективность и капитализацию компаний», — говорит Карен.

## К УСПЕХУ ЧЕРЕЗ ОТКРЫТОСТЬ



В рамках трансформации крайне важно обеспечить готовность фонда и его портфельных компаний к диалогу с рынком, формирование у инвесторов понимания их бизнеса и в итоге получить обоснованную рыночную стоимость активов. Этим направлением руководит IR-менеджер **Алий Акбаров**. В его работе три ключевые задачи: прозрачность, регулярное раскрытие информации и четко выстроенная коммуникация с инвесторами.

«Я также поддерживаю портфельные компании в создании устойчивых IR-функций институционального уровня. Это включает определение зон ответственности и процессов, структурное формирование календаря коммуникаций и мероприятий, совершенствование инвестиционной истории, а также разработку ключевых материалов для инвесторов», — рассказал о своей работе Алий.

На вопрос, что сегодня важно для инвесторов при рассмотрении вложений в узбекскую экономику, Акбаров привел в пример Дни инвестора УзНИФ в Ташкенте. В октябре 2025 года в столице Узбекистана собрались 200 участников из более чем 60 локальных и международных инвесткомпаний, под управлением которых находится свыше \$1 трлн. «Инвесторы посетили Uzbekistan Airways и Uzbekhydroenergo. Было много вопросов и дискуссий о работе госпредприятий, их эффективности. Благодаря диалогу и полученной обратной связи мы вновь убедились, что прозрачность и качественная коммуникация укрепляют доверие к УзНИФ, узбекским ком-

паниям и в целом к Узбекистану», — подчеркнул Акбаров.

## ЦИФРОВОЙ ПОРЯДОК



Прозрачность бизнеса — это уже заявка на публичность, а значит, готовность к тому, что инвестор заглянет в самые потаенные уголки экономической деятельности компании. Во Franklin Templeton Asset Management наведением финпорядка занимается операционный и финансовый директор **Орифжон Таштемиров**. По его рабочему месту с двумя большими мониторами, на которых экселевские таблицы с огромным количеством цифр, уже понятно — здесь цифровая информация обретает форму.

«Моя задача — организовать работу с фокусом на прозрачность, устойчивость и соответствие принятым требованиям раскрытия, включая полноценный учет по международным стандартам финансовой отчетности (IFRS). Мы выстраиваем понятные и единые процессы в области финансов, внутреннего контроля и операционной дисциплины, чтобы создать надежную основу для качественных инвестиционных решений. Моя работа направлена на то, чтобы привести их к стандартам публичного рынка, где особенно важны прозрачность, точная отчетность и сильная операционная дисциплина», — отметил Орифжон Таштемиров и пригласил продолжить эту тему уже за обедом.

## КОМПЛАЕНС — НЕ ПРЕПЯТСТВИЕ, А ИНСТРУМЕНТ

За столом напротив — **Алина Акчурина**, глава службы комплаенса Franklin Templeton Asset Management. Между обсуждением, какой плов все же лучший, удалось поднять очень важную тему в развитии рынка капи-



тала — формирование института независимых директоров. По словам Алины, Franklin Templeton уже выдвинул кандидатов на позиции независимых директоров всех портфельных компаний. Таким образом, в каждом наблюдательном совете будет один представитель Franklin Templeton и до трех независимых директоров — в зависимости от размера совета и доли УзНИФ в организации. «Для портфельных компаний мы формируем рекомендации по разработке и обновлению кодексов этики, политик в отношении конфликта интересов, антикоррупционных процедур, а также механизмов прозрачного принятия решений. Особое внимание уделяется роли наблюдательных советов, независимых директоров и эффективному взаимодействию между акционерами и менеджментом. Но не менее важная часть моей работы — формирование понимания того, что комплаенс — это не препятствие, а инструмент ответственного устойчивого развития. Для меня это самое главное», — подчеркнула Алина Акчурина.

## ПРАВОВАЯ ОСНОВА

Говоря о перспективах рынка капитала в Узбекистане и сложностях для зарубежных инвесторов, Карен Срапионов рассказывал о похожих кейсах и в других странах. Важное преимущество Franklin Templeton это то, что компания является глобальной и имеет возможность использовать опыт в кооперации с коллегами из Сингапура, Румынии, Турции, Южной Кореи, США и других стран. «Это позволяет нам активно двигаться как в части подготовки к размещению акций и долговых бумаг компаний фонда, так и содействовать коллегам на местном рынке в развитии законодательства и технической базы для подключения к международным рынкам», — говорит Карен Срапионов.

Одной из главных составляющих развития рынка капитала и привлечения инвестиций является совершенствование законодательной базы. Ключевым событием прошлого года для фондового рынка Узбекистана стал указ президента РУз «О дополнительных мерах по улучшению инвестиционного климата на рынке капитала». Документ обеспечивает базу для двойного листинга, позволяя размещать ценные бумаги одновременно на местных и иностранных биржах. Указом определены приоритетные ориентиры развития рынка капитала до 2030 года, в том числе привлечение на фондовый рынок не менее \$1 млрд инвестиций. Вероятно, первым шагом как раз станет IPO УзНИФ.

«Мы тесно работаем с Министерством экономики и финансов, НАПП, Администрацией президента и UzAssets в рамках подготовительной работы. Необходимы определенные законодательные изменения, и мы работаем над этим с нашими советниками, андеррайтерами и юристами. Уверены, что региональная инфраструктура и Ташкентская фондовая биржа будут полностью готовы обеспечить IPO с двойным листингом. Развитие законодательства необходимо не только для нашего IPO, но и для любого эмитента в Узбекистане», — подытожил Мариус Дан.

ВАДИМ ЕРЗИКОВ

# «ПОТРЕБНОСТЬ В ДЛИННЫХ ДЕНЬГАХ У ЦИФРОВОГО БАНКА ВОЗНИ- КАЕТ БЫСТРЕЕ»

— CFO TBC Uzbekistan Шароф Шарипов

ЗАВЕРШИВ ПРОШЛЫЙ ГОД ОЧЕРЕДНЫМ ВЫПУСКОМ ОБЛИГАЦИЙ НА 49,6 МЛРД СУМОВ ПОД 19%, TBC BANK ОКОНЧАТЕЛЬНО ЗАКРЕПИЛ ЗА СОБОЙ СТАТУС СИСТЕМНОГО ЭМИТЕНТА. С УЧЕТОМ РАЗМЕЩЕНИЯ ГРУППЫ НА \$200 МЛН ЛЕТОМ 2025 ГОДА И ПЕРВЫХ ВЫХОДОВ НА РЫНОК В 2024-М ЭТО УЖЕ ЧЕТВЕРТЫЙ ВЫПУСК, НАПРАВЛЕННЫЙ НА РАЗВИТИЕ БИЗНЕСА В СТРАНЕ. KURSIV RESEARCH ПОГОВОРИЛ С CFO TBC UZBEKISTAN ШАРОФОМ ШАРИПОВЫМ О СТРАТЕГИИ ДИВЕРСИФИКАЦИИ ФОНДИРОВАНИЯ И КУЛЬТУРЕ ПРОЗРАЧНОСТИ, ЧТОБЫ ПОНЯТЬ, КАК ДОЛГОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ ПОМОГАЮТ ЦИФРОВОМУ БАНКУ РАСТИ БЫСТРЕЕ РЫНКА.

— Шароф, начнем с фундаментальных основ. Если смотреть на историю банковского сектора Узбекистана, долгое время доминировала модель государственного участия. В какой момент произошел слом этой системы и банки пошли на долговые рынки?

— До ускорения реформ в 2015–2016 годах в секторе действительно доминировало государственное фондирование. Система была дирекционной: государство само решало, какие отрасли поддерживать, и направляло деньги через банки. Вторым источником были корпоративные депозиты. После либерализации рынка ситуация изменилась, и банкам стали доступны инструменты, которые раньше считались непривлекательными.

Главным прорывом стала розница. Раньше банки считали кредитование населения неприбыльным, но с приходом цифровых игроков, таких как TBC, все изменилось. Началась борьба за ресурсы. Чтобы обеспечить бурный рост, банки сначала соревновались за вклады населения — деньги «из-под матраса» пошли в экономику. Позже, с открытием внешних рынков, появилась возможность выпускать евробонды. Диверсификация фондирования стала прямым следствием взрывного роста кредитного портфеля.

Шароф Шарипов — финансовый директор (CFO) TBC Uzbekistan, одной из ведущих экосистем цифрового банкинга Центральной Азии, входящей в TBC Bank Group с листингом на Лондонской фондовой бирже. В состав экосистемы входят цифровой банк TBC Bank, платежное приложение raumte, страхование TBC Sug'urta и платформа для автоматизации бизнеса BILLZ. Отвечает за финансовую и общую стратегию группы, финансовое планирование, управление фондированием и взаимодействие с инвесторами.

Получил образование и профессиональную квалификацию в Великобритании, является дипломированным бухгалтером и имеет более чем 20-летний опыт работы в сфере корпоративного менеджмента, финансового управления, инвестиционного банкинга, аудита и комплаенса. До прихода в TBC занимал руководящие финансовые позиции в международных компаниях и финансовых институтах в Великобритании и США. На протяжении пяти лет входил в наблюдательный совет TBC Bank в Узбекистане с момента запуска и участвовал в формировании его финансовой стратегии.



— TBC зашел на рынок Узбекистана не через покупку существующего игрока, а по модели greenfield — с получения лицензии с нуля. Как этот путь повлиял на вашу стратегию привлечения капитала?

— Многие иностранные инвесторы боятся идти с нуля, предпочитая покупать готовые структуры. Наш же выход на рынок действительно был уникальным в этом смысле. С тех пор группа влила почти \$300 млн акционерного капитала напрямую в экономику Узбекистана. На первом этапе нашего развития группа фокусировалась на развитии розничного направления для обеспечения масштаба и вовлеченности клиентов, предлагая удобное приложение, платежи и переводы, розничное кредитование в качестве инструментов для привлечения пользователей. С начала 2025 года фокус сместился на обслуживание предприятий, торговых точек и индивидуальных предпринимателей с предоставлением им инструментов для повышения их операционной эффективности. В результате на данный момент группа сформировала более чем 10-триллионный портфель кредитов в Узбекистане.

При таких темпах роста одного капитала мало. Ключевую роль играет оптовое финансирование (wholesale funding). У группы TBC есть преимущ-

ество — многолетние отношения с международными институтами: EBRD, IFC, DEG, FMO, KfW. Эта история взаимоотношений помогает нам эффективно привлекать ресурсы для поддержания высокого темпа.

— По подсчетам Kursiv Research, за девять месяцев 2025 года банк вошел в тройку лидеров по росту кредитного портфеля в абсолютном выражении. Что помогает цифровому банку расти быстрее средних значений по рынку и в чем его отличие от традиционных банков?

— Традиционные банки называют brick and mortar («кирпичи и штукатурка»). Они достаточно медленно запрагают и очень медленно едут. Мы можем заниматься ростом кредитного и депозитного портфелей гораздо быстрее.

Связано это с тем, что каналы продаж и каналы принятия решений цифровые, портфель растет быстрее и потребность в дополнительных источниках финансирования возникает гораздо раньше. В этом ключевая разница. Если у вас бизнес-модель нишевая, тогда, возможно, вам депозитный портфель вообще не нужен, чтобы избежать риска на стороне фондирования, но это не наш случай.

На данный момент пропорция по группе составляет примерно 60–65% депозитов и 35–40% прочего фондирования. Соотношение до 50 на 50 считается нормальным, но депозитов должно быть чуть больше, чтобы банк выигрывал за счет их более низкой стоимости.

— В 2024 году вы выпустили двухлетние облигации, погашение которых будет в текущем году. Как вы выстраиваете диалог с инвесторами на протяжении этого срока и что является ключевым параметром?

— Не зря слово «кредит» имеет истоки в латыни от слова «доверие». Именно доверие — ключевой ингредиент в правильных взаимоотношениях. А оно строится на разных вещах: прозрачности, дисциплине, регулярности.

Когда вы выстраиваете отношения на прозрачной основе, достаточно хорошо понимаете свой собственный бизнес и в понятном виде преподносите его возможному инвестору, то постепенно формируется доверие. Важна правильная культура исполнения решений. Если вы два года назад сказали инвесторам, что хотите достичь определенных целей, и впоследствии показываете дисциплину в их выполнении, это создает базу.

Математически можно просчитать почти все, но в конце всегда остается несколько процентов, которые я называю leap of faith (прыжок веры). Это момент, когда инвестор полагается на инстинкт и доверяет вам. Наши системы корпоративного управления соответствуют лондонским стандартам, что помогает достичь такого уровня отношений. Даже при выпуске облигаций через процедуры раскрытия информации инвесторы чувствуют эту прозрачность и предсказуемость.

— Есть ли у вас календарь общения с инвесторами? Насколько это системный процесс?

— Да, календарь является элементом нашего бюджетного планирования на год вперед. Мы планируем, какие показатели хотим выполнить и какую структуру баланса достичь. Из этого следуют наши требования к объемам депозитного и оптового финансирования. Внутри оптового финансирования мы понимаем, когда нужно рефинансировать кредиты или увеличивать портфель.

Есть случаи, когда мы просто поддерживаем разговор с инвестором, который нам еще не нужен. Можем проводить pop-deal-встречи, просто обсуждать дела, презентовать себя, опять-таки создавая доверие на будущее.

— Если обобщить ваш опыт, какой чек-лист вы бы предложили компаниям, планирующим выход на рынок облигаций? Какие требования инвесторов критичны?

— Экономическая обоснованность потребности в финансировании — это ключевое. Если инвесторы чувствуют, что за кредитом пришли по другим причинам, не экономическим, это сразу оставляет осадок. Нужно четкое понимание, зачем вам деньги и почему они выгодны. Вторым элементом я бы отметил предсказуемость вашей финансовой модели и поведения. Нужно минимизировать количество неизвестных, чтобы инвестор понимал вашу модель.

Далее — специфика узбекского рынка: качество активов и риск-менеджмент. Нужно правдиво и транспарентно показывать качество активов и внушать доверие к системе контроля. И последнее — корпоративное управление и независимость принятия решений. Если инвестор считает, что решение о выдаче кредита остается не за менеджментом, а за какой-то другой стороной за кулисами, это рушит предсказуемость. Это факторы гигиены: они вас здоровее не сделают, но позволят не заболеть. А к этому всему вы добавляете МСФО, цифры и экономику.

— Насколько важны присутствие в капитале крупных международных институтов и личность руководителей в этом процессе?

— В нашем случае это играет не последнюю роль, потому что создает определенный вес доверия. Это касается и профессионалов из Грузии и других стран, и международных финансовых учреждений, которые являются нашими акционерными. Наша группа входит в FTSE 250 — это 250 ведущих компаний, котирующихся на Лондонской фондовой бирже, что тоже создает уровень доверия. Если банк и группа выстроены правильно, очень тяжело принять какое-то решение, которое будет нарушать стандарты корпоративного управления. Это огромная польза, но все это факторы гигиены. Если доверие создано, но в реальности инвестор увидел, что все не так, — кредит он все равно не даст.

— TBC вышел уже с четырьмя выпусками облигаций, но не все они были на местном рынке. Что вы считаете критически важным для развития локального долгового рынка в Узбекистане?

— Я видел, как формировались рынки в Польше, Чехии, России, Украине, других странах

Восточной Европы. Постройка финансового рынка похожа на возведение каменной арки. Пока вы ставите камни по бокам, конструкция нестабильна и может рухнуть от любого толчка. Но как только вы устанавливаете в центр финальный краеугольный камень, арка обретает фундаментальную устойчивость.

У нас уже есть многие ингредиенты: правовая база, культура исполнения обязательств и стандарты управления. Но главный элемент, которого не хватает для стабильности, — это ликвидность вторичного рынка. Без возможности продать бумагу до истечения срока облигация превращается в обычный кредит. Для инвестора это совсем другой риск: он боится оказаться один за штурвалом без права выхода. Создать вторичный рынок сложно — это зависит и от работы пенсионных фондов, и от операционной зрелости рынка, — но именно это наш краеугольный камень.

— А каким должен быть инвестор на таком рынке? Как активизировать институциональных игроков?

— Инвестор должен быть долгосрочным. Спекулятивные краткосрочные решения не приносят пользы ни рынку, ни самому инвестору. Хороший пример — Польша 90-х годов, где ставку сделали на пенсионные фонды. Но важно не заставлять их вкладывать деньги директивно. Должна существовать независимость: управляющий фонда должен сам решать, как максимизировать доходность вверенных ему средств. Если этот механизм работает, за ним тянется и все остальное.

Эмитент должен быть дисциплинированным и понятным. Если компания нарушает даже нефинансовые обязательства, это подрывает доверие. Без доверия рынок не построить.

— Расскажите о стратегии развития вашей экосистемы: раумте, страхование, банковские сервисы. На какие направления идут привлеченные ресурсы?

— Мы не изобретаем велосипед, а выстраиваем вертикали вокруг потребностей клиента. Первая — расчеты: дебетовые карты, переводы и кредитки. Вторая — заимствование: кредиты для людей и бизнеса. Третья — финансовая защита, или страхование, это еще один краеугольный камень устойчивости. Четвертая — хранение денег и депозиты.

Пятая вертикаль, к которой мы стремимся, — это инвестиции. Мы хотим дать клиентам возможность вкладывать деньги в финансовые активы. В Узбекистане это особенно актуально с точки зрения исламских финансов. Многим клиентам важно не просто получать проценты, а участвовать в прибыли или дивидендах согласно своим убеждениям.

— То есть облигационный рынок — это фундамент для развития инвестиций?

— Безусловно. Это база для арбитража между сроками и ставками. Пока мы выпускали облигации только на уровне банка, но у этой структуры есть свои ограничения. В будущем мы рассматриваем возможность привлекать капитал через облигации и для других компаний нашей группы. Это перспективное направление, которое будем прорабатывать.

# Иностранные инвесторы и Узбекистан:

# ОЖИДАНИЯ, РИСКИ, СИГНАЛЫ

ВАДИМ ЕРЗИКОВ



**Примечание:** после записи интервью Мансуржон Расулев перешел на должность руководителя отдела фондирования и работы с инвесторами в TBC Uzbekistan

НА НОЯБРЬ 2025 ГОДА ИНОСТРАННЫЕ АКЦИОНЕРЫ ПРИСУТСТВОВАЛИ ПРИМЕРНО В ПОЛОВИНЕ АО УЗБЕКИСТАНА И ВЛАДЕЛИ ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ НА СУММУ ОКОЛО \$1 МЛРД ПО НОМИНАЛЬНОЙ СТОИМОСТИ. ОНИ ВСЕ АКТИВНЕЕ ИЗУЧАЮТ СТРАНУ НА ФОНЕ РАСТУЩЕГО ИНТЕРЕСА К ЦЕНТРАЛЬНОЙ АЗИИ. ПРИ ЭТОМ БОЛЬШИНСТВО ЗАРУБЕЖНЫХ ИГРОКОВ ЗАНИМАЮТ СКОРЕЕ ВЫЖИДАТЕЛЬНУЮ ПОЗИЦИЮ В ОТНОШЕНИИ ВНУТРЕННЕГО РЫНКА КАПИТАЛА. О ТОМ, КАКИЕ ИНСТРУМЕНТЫ УЖЕ РАБОТАЮТ В УЗБЕКИСТАНЕ, ЧЕГО ИНВЕСТОРЫ ЖДУТ ДАЛЬШЕ И КАКИЕ СИГНАЛЫ ДЛЯ НИХ ОСТАЮТСЯ РЕШАЮЩИМИ, KURSIV RESEARCH ПОГОВОРИЛ С ИСПОЛНЯЮЩИМ ОБЯЗАННОСТИ ДИРЕКТОРА АГЕНТСТВА ПО ПРИВЛЕЧЕНИЮ ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТИЦИЙ ПРИ МИНИСТЕРСТВЕ ИНВЕСТИЦИЙ, ПРОМЫШЛЕННОСТИ И ТОРГОВЛИ РЕСПУБЛИКИ УЗБЕКИСТАН **МАНСУРЖОНОМ РАСУЛЕВЫМ**.

— Мансуржон Дилмуродович, вы часто общаетесь с иностранными инвесторами. Как сегодня формируется доверие к рынку Узбекистана и какую роль в этом играют государственные институты?

— В 2019 году, когда было создано наше агентство, перед нами поставили в общей сложности 28 задач, но, если резюмировать, главная цель — это содействовать, помогать и сопровождать иностранных инвесторов.

Простой пример: когда мы выезжаем в иностранное государство, где никогда не были, для нас все в новинку. Мы не знаем, как там устроены процессы. Точно так же и у иностранных инвесторов, когда они заходят на новый рынок — у них очень много вопросов и им нужна поддержка. В этот момент наше агентство выполняет роль единого окна, в основном для гринфилд- и браунфилд-инвесторов. Мы помогаем им понять, какие основные законодательные акты им нужно изучить, какова процедура регистрации юридического лица, получения лицензий и сертификатов, то есть процесс входа на рынок.

Но самое главное, и это в последнее время дает все больше результатов, — это матчмейкинг. Мы находим для иностранных инвесторов местных партнеров, потому что у них есть компетенция по рынку, активны и действующий бизнес. Для иностранного инвестора это очень удобно — начинать работу с местным партнером.

После старта неизбежно возникают сложности — барьеры, задержки при получении госуслуг, административные процедуры. Здесь мы оказываем поддержку инвесторов, которые уже зашли на рынок. Это важно, потому что у них есть большой потенциал для расширения деятельности.

Мы видим примеры, когда инвесторы заходили в один сектор, а затем инвестировали в другие, несмежные отрасли и расширяли портфель. Они могут это делать достаточно быстро, потому что уже представлены на рынке, в отличие от тех, кому требуется три-четыре года на принятие решения об инвестициях в Узбекистан.

— Как иностранные инвесторы воспринимают рынок капитала Узбекистана и с какими запросами чаще всего выходят к вам?

— Инвесторы смотрят не только на отдельные страны, но и на регион. Большой интерес сегодня вызывает Центральная Азия в целом. Если смотреть на пять стран, только Казахстан относительно давно вышел на международный рынок капитала и многие наиболее интересные активы уже представлены институциональным инвесторам. Ожиданий по новым крупным IPO из Казахстана сейчас немного, и фокус постепенно смещается в сторону Узбекистана.

Зарубежные игроки хотят получить экспозицию на Центральную Азию на фоне глобальной нестабильности — торговых войн, конфликтов, перегретых рынков. Инвесторы ищут новые, более предсказуемые рынки, своего рода «безопасные гавани», куда можно направить часть портфеля для диверсификации рисков.

Узбекистан с 2017–2018 годов показал понятную политику и предсказуемость экономического роста, и эту тенденцию можно экстраполировать на горизонт трех-пяти лет.

Самый главный запрос и интерес от них — когда. Потому что Узбекистан уже доказал на практике, что представляет интересные возможности для инвесторов. Все инвестиции, которые приходили с момента начала реформ, показали историю успеха.

Но инвесторы, которые фокусируются именно на рынках капитала и ценных бумагах, пока не имеют возможности инвестировать в Узбекистан дистанционно, чтобы получить экспозицию к росту экономики и ликвидности рынка. Поэтому они занимают выжидательную позицию.

— Вы говорите о смещении фокуса на Азию. В чем конкурентные преимущества именно Узбекистана по сравнению с другими развивающимися рынками региона?

— Главное преимущество — диверсифицированная экономика. Например, в отличие от Казахстана и Азербайджана, мы не так сильно зависим от нефтегазового сектора. У нас диверсифицированный инвестиционный портфель, широкий круг партнеров — от России и Китая до стран ЕС и Персидского залива.

Плюс — молодое квалифицированное население, доступ к сырью, потенциал в цепочках добавленной стоимости. Рынок открылся относительно недавно, и многие возможности только начинают реализовываться.

— Какие сегменты рынка капитала вызывают у зарубежных инвесторов наибольший интерес — акции, корпоративные облигации, государственные бумаги, еврооблигации, IPO? Почему именно они?

— Если говорить о том, где Узбекистан уже представлен на мировом рынке капитала, то это корпоративные облигации как государственных, так и частных компаний, которые выходили с выпусками еврооблигаций.

На Лондонской бирже уже разместили облигации на несколько миллиардов долларов. Это очень важно, потому что формирует трек-рекорд для институциональных инвесторов и инвесторов в акции. Знакомство с Узбекистаном через рынок корпоративных облигаций создает почву для IPO.

Поэтому я вижу две основные категории — корпоративные облигации и IPO. Именно они сейчас формируют интерес и понимание рынка.

— Расскажите о секторах экономики, которые больше всего интересуют иностранных игроков.

— Я бы условно разделил это на две категории. Первая — это частные компании, home-grown-бизнес, который начинался как малый или средний и дорос до уровня, когда в краткосрочной или среднесрочной перспективе может выйти на рынок капитала.

Вторая категория — это государственные компании. Здесь несколько основных задач: улучшение корпоративного управления и подготовка к IPO, а также приватизация и сокращение доли государства в экономике.

Но, на мой взгляд, самый интересный потенциал — именно у частного сектора. Частные компании могут выходить за пределы страны, становиться региональными игроками и затем выходить на международные рынки капитала — Лондон, Нью-Йорк, Гонконг. Таких компаний, представляющих регион Центральной Азии, пока нет ни в Казахстане, ни в Узбекистане, но потенциал очень большой.

Какая именно компания и из какого сектора станет первой — покажет время. Это неизбежно.

— Во многом интерес инвесторов опирается на суверенные оценки страны. Fitch и S&P повысили рейтинг Узбекистана до уровня «ВВ». Какие шаги, на ваш взгляд, необходимы для выхода на инвестиционный уровень в горизонте трех-пяти лет?

— На этот вопрос нужно смотреть с двух сторон. Во-первых, рейтинговые агентства не меняют рейтинг быстро. Даже при значительном прогрессе они, как правило, повышают рейтинг на одну ступень в год.

Во-вторых, стране необходимо продолжать курс реформ, выбранный в 2017–2018 годах. Чем больше исторических данных и устойчивых тенденций, тем легче аналитикам рейтинговых агентств прогнозировать дальнейший рост.

Что первично — безусловно, улучшение корпоративного управления, внедрение МСФО и повышение прозрачности. Именно на это рейтинговые агентства обращают внимание в своих

опросниках. Уже много компаний в Узбекистане внедрили МСФО, но впереди еще большой путь, включая внедрение стандартов в более широком масштабе.

— С какими опасениями иностранные инвесторы сталкиваются чаще всего при выходе на рынок Узбекистана?

— У гринфилд- и браунфилд-инвесторов основные опасения связаны с тем, что их бизнес-модель может не сработать в Узбекистане. Подходы к ведению бизнеса, например в ЕС и в Узбекистане, отличаются. Поэтому мы стараемся не торопить их, а помочь глубже понять цепочку добавленной стоимости, рынок сбыта и поведение потребителей.

Также возникают вопросы по рабочей силе, но они обычно решаются комбинацией экспатов и местного персонала. Со временем доля экспатов сокращается.

Если говорить о рынке капитала, то это стандартные вопросы — макроэкономическая стабильность, валютный курс, репатриация доходов. Мы каждый раз подчеркиваем, что ограничений на репатриацию нет, но у некоторых инвесторов еще сохраняется память о старой системе валютного регулирования.

— Если говорить о следующем этапе развития — насколько рынок Узбекистана готов к приходу крупных институциональных инвесторов?

— В целом готов. Есть проекты и отрасли, готовые принимать долгосрочные инвестиции. Бизнес в Узбекистане очень ждет доступа к длинным и недорогим деньгам, которые могут дать институциональные инвесторы.

Критичным пока остается отсутствие прямого доступа к рынку. Инвесторам часто приходится создавать юридическое лицо в Узбекистане, а это не всегда соответствует их инвестиционной модели. Появление фондов или инструментов, представляющих между международных рынках, сильно упростило бы доступ.

— Какие изменения на рынке капитала станут поворотными для иностранного капитала в ближайшие годы?

— Это прежде всего первые IPO и двойной листинг. Первый успешный пример IPO из Узбекистана станет ориентиром и моделью для других компаний. Для бизнеса первичное размещение перестанет быть абстрактной идеей и станет понятным механизмом привлечения капитала.

Кроме того, иностранные инвесторы получат инструмент для инвестирования в Узбекистан через рынок капитала без необходимости физического присутствия. Это привлечет качественно новую категорию инвестиций и повлияет на корпоративное управление, прозрачность и ESG-стандарты.

Важно, чтобы выход на международные рынки сопровождался качественным продвижением и повышением осведомленности инвесторов. Мы должны постоянно рассказывать иностранным инвесторам о том, что происходит в Узбекистане, чтобы интерес был устойчивым и долгосрочным.

ЖАННА БАЙТЕЛОВА

# «С КАЖДЫМ МЕСЯЦЕМ МЫ ВИДИМ ВСЕ БОЛЬШИЙ РОСТ ЗАИНТЕРЕСОВАННОСТИ В КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЯХ»

НИКИТА ГУЛЯЕВ, CFO UZUM, РАССКАЗАЛ KURSIV RESEARCH ОБ ОЖИДАНИЯХ И ЗАПРОСАХ ИНВЕТОРОВ, КАК РАЗВИВАЕТСЯ РЫНОК КАПИТАЛА В УЗБЕКИСТАНЕ, А ТАКЖЕ ПОДЕЛИЛСЯ ВИДЕНИЕМ, КАКИЕ РЕГУЛЯТОРНЫЕ ИЗМЕНЕНИЯ МОГЛИ БЫ СТИМУЛИРОВАТЬ РАЗВИТИЕ КОРПОРАТИВНОГО ДОЛГОВОГО РЫНКА СТРАНЫ.

— Как вы сегодня описали бы рынок капитала Узбекистана и чем он отличается от других развивающихся рынков?

— Рынок капитала Узбекистана сегодня — это в основном акции и облигации на ранней стадии развития, при этом потенциал у него действительно значительный. Реальный сектор уже во многом готов к более активному использованию рыночного финансирования, но для этого важно развивать инфраструктуру рынка капитала. При этом Узбекистан в целом повторяет профиль многих развивающихся рынков: внешний капитал чаще приходит через кредитные линии в адрес банков, еврооблигации государства или квазигосударственных эмитентов, а не через ликвидные локальные биржевые инструменты. Но мы ожидаем, что эта ситуация будет постепенно меняться по мере развития инфраструктуры и повышения прозрачности рынка, а Uzum со своей стороны продолжит активное взаимодействие с регулятором в этом направлении.

— Кто сегодня инвесторы на этом рынке? Какие инструменты лидируют по доходности/популярности?

— Сегодня ключевые инвесторы в корпоративные облигации эмитентов Республики Узбекистан — это в первую очередь местные банки, а также компании и физические лица-нерезиденты. Розничные инвесторы и местный бизнес пока участвуют ограниченно: сказывается недостаточная финансовая грамотность и, главное, растущая популярность депозитов в национальной валюте. Когда депозит «до востребования» приносит доходность более 20% годовых, стимул покупать облигации заметно снижается.

Сегодня рынок в основном представлен облигациями в национальной валюте со сроком обращения от 1 до 3 лет и купонной ставкой порядка 20–25%. Мы ожидаем, что благодаря активной позиции и вовлеченности государственных органов 2026 год окажется знаковым для рынка и откроет новые возможности для развития института валютных облигаций.

— Какие факторы или тенденции стали важнейшими для международных инвесторов: макроэкономика, изменения в регулировании, появление сильных корпоративных кейсов?

— Среди наших инвесторов — международные корпорации, инвестиционные фонды и частные лица. По нашему опыту, для международных инвесторов важен не один фактор, а их комбинация: стабильная макросреда, прозрачность и надежность эмитента, а также конкурентная доходность. Отдельно отмечу роль налоговой льготы по облигациям в Узбекистане: это один из наиболее эффективных стимулов развития локального рынка, и он одинаково важен как для инвесторов-резидентов, так и для нерезидентов.

— Что в кейсе Uzum для инвесторов главное: темпы роста, масштаб экосистемы или качество корпоративного управления и почему?

— Инвесторы, как правило, готовы вкладываться в предсказуемость: сильная команда, четкая стратегия, понятная отчетность и дисциплина исполнения влияют на восприятие риска и, как следствие, на стоимость долга сильнее, чем динамика роста отдельных сегментов бизнеса.

Отсюда логичный вывод по структуре выпусков: мы уже пришли к формату отдельных локальных облигаций, ориентированных преимущественно на нерезидентов, с повышенным уровнем раскрытия информации и более удобной для этой группы инвесторов конструкцией выпуска. Например, иностранные инвесторы больше заинтересованы в длинных сроках обращения облигаций, чтобы надолго зафиксировать доходность, и обычно меньше фокусируются на опционе досрочного выкупа эмитентом.

— Как вы выстраиваете баланс между агрессивным ростом и финансовой устойчивостью в компании, работающей на развивающемся рынке?

— Если бизнес-модель компании обеспечивает эффективное использование привлекаемых финансовых ресурсов, то при росте бизнеса компания зарабатывает больше и становится еще более устойчивой.

Uzum, делая ставку на финтех и e-commerce, кратко наращивает масштаб бизнеса и при этом демонстрирует прибыльный рост. Со стороны такой темп может выглядеть агрессивным, но для нас он отражает текущую динамику рынка и наши реальные возможности.

— Какие стратегические задачи компании вы планируете решить с помощью этого выпуска?

— Uzum уже реализовал три выпуска корпоративных облигаций на один триллион сумов. Средства от выпуска облигаций направляются на развитие нашего финтех-портфеля микрозаймов для физических лиц под брендом Uzum Nasiya. Сервис позволяет узбекистанцам оплачивать необходимые товары и услуги в рассрочку с беспроцентным периодом до 30 дней — по сути, получить «запасной кошелек» для повседневных расходов. Сегодня таким лимитом пользуются уже более пяти миллионов жителей страны.

Для Uzum национальные корпоративные облигации являются лишь одним из инструментов финансирования своей экосистемы наряду с привлечением акционерного капитала, реинвестированием текущей прибыли и кредитными линиями от зарубежных инвесторов.

— Какие регуляторные изменения, на ваш взгляд, могли бы стимулировать развитие корпоративного долгового рынка?

— Как крупнейшая национальная экосистема Uzum хорошо понимает свою роль в становлении рынка, в том числе рынка капитала. Например, по итогам 2025 года эмиссия Uzum составила 42% от всех новых корпоративных облигаций, включенных в листинг Ташкентской биржи. Мы активно сотрудничаем с государственными органами, биржей, Цен-

тральным депозитарием и становимся одними из первых, кто на практике реализовывает те или иные новшества. Так, сейчас мы поддерживаем идею разрешить надежным эмитентам выпускать как валютные облигации, так и необеспеченные облигации сверх собственного капитала эмитента, а также сохранить текущую налоговую льготу по корпоративным облигациям после 2028 года.

Мы также видим, что банки пока не слишком активные участники рынка корпоративных облигаций, что снижает их возможность по кредитованию реального сектора экономики. Здесь могли бы помочь пруденциальные стимулы, которые сделают корпоративные облигации для банков более привлекательными, чем классическое коммерческое кредитование.

— Почему, на ваш взгляд, сейчас правильный момент инвестировать и в Узбекистан, и в Uzum?

— Как финансовый директор, оценивая любую инвестиционную возможность, я всегда смотрю как минимум на три компонента: риск, доходность (с учетом налогов) и ликвидность.

На текущем рынке инвестору в регионе не просто найти полноценную альтернативу корпоративным облигациям: ни золото, ни биткойн, ни депозиты, ни недвижимость, как правило, не дают сопоставимое сочетание доходности, уровня риска и ликвидности.

Сейчас, на мой взгляд, редкий момент, когда можно зафиксировать на несколько лет доходность на уровне около 20% на фоне снижения ставок по банковским депозитам и государственным облигациям.

Многие инвесторы это понимают, и мы видим с каждым месяцем рост заинтересованности в корпоративных облигациях. При этом инвесторы, как правило, держат наши облигации до погашения, понимая привлекательность инструмента.



Аюна Нечаева:

# «КАПИТАЛ ПРЕДПОЧИТАЕТ ПРОЗРАЧНОСТЬ»

МАРГАРИТА БАСКАКОВА

О ПРИОРИТЕТАХ ЛОНДОНСКОЙ БИРЖИ НА 2026 ГОД, ГОТОВНОСТИ УЗБЕКСКИХ КОМПАНИЙ К ВЫХОДУ НА БИРЖУ KURSIV RESEARCH ПОБЕСЕДОВАЛ С АЮНОЙ НЕЧАЕВОЙ, РУКОВОДИТЕЛЕМ ОТДЕЛА ПЕРВИЧНЫХ РЫНКОВ ЕВРОПЫ ЛОНДОНСКОЙ ФОНДОВОЙ БИРЖИ.

— Как вы оцениваете текущую готовность Узбекистана к выходу на международные рынки капитала?

— Государственные и частные компании Узбекистана при поддержке профильных ведомств, включая UzAssets и Национальное агентство перспективных проектов, активно готовятся к выходу на международные рынки капитала, а участие таких институтов, как EBPP, подтверждает соответствие частного сектора требованиям глобальных инвесторов. Параллельно проводятся реформы, в том числе рассматривается новый закон о рынках капитала, расширяющий возможности двойного листинга, выпуска валютных облигаций и повышающий инвестиционную привлекательность рынка.

— Какие возможности вы видите для компаний из Узбекистана и Центральной Азии при выходе на биржу или листинге в Лондоне?

— Мы работаем в тесном партнерстве с национальными биржами развивающихся рынков, создавая добавленную стоимость за счет двойных листингов и предоставляя доступ к одной из крупнейших и наиболее географически диверсифицированных баз институциональных инвесторов в мире. Для компаний из Узбекистана это означает возможность привлекать как локальный, так и значительный международный капитал, повышая ликвидность и международную узнаваемость, при этом механизм двойных IPO хорошо отработан и позволяет привлечь сотни миллионов долларов. В случае приватизации весь привлеченный капитал поступает государству, что напрямую поддерживает экономику страны, а устойчивый спрос на евробонды Узбекистана в Лондоне за последние пять лет подтверждает высокий потенциал успеха узбекских эмитентов.

— Как Лондонская фондовая биржа поддерживает компании из Центральной Азии на ранних этапах их выхода на рынок?

— Мы готовы работать с компаниями уже на ранних стадиях подготовки к IPO, проводя индивидуальные встречи и обучающие семинары по размещению акций и привлечению капитала в Лондоне — часто совместно с инвестиционными банками, юридическими и аудиторскими фирмами, а также специалистами по финансовым коммуникациям.

Мы также организуем конференции по рынкам капитала в Лондоне, странах Европы и Центральной Азии, помогаем наладить контакты с профильными консультантами, при этом вся эта работа осуществляется бесплатно, поскольку наша цель — расширение пула публичных компаний как ключевого элемента британской и глобальной финансовой экосистемы.

— Чего глобальные инвесторы ожидают от компаний с точки зрения прозрачности, отчетности и корпоративного управления?



— Если кратко, я бы выделила три ключевых момента. Во-первых, эмитенты обязаны публиковать финансовую отчетность дважды в год — за полугодие и за год. Во-вторых, любая существенная информация, способная повлиять на цену акций, должна незамедлительно раскрываться рынку. В-третьих, в совете директоров должны присутствовать независимые неисполнительные директора, задача которых — обеспечивать баланс интересов всех акционеров, включая международных институциональных инвесторов.

— Выгоднее ли компаниям Центральной Азии выходить на рынок поодиночке или в рамках более широкой региональной истории?

— Любое первичное публичное размещение акций так или иначе связано с региональным контекстом. В то же время отдельные компании выигрывают от позитивных изменений — реформ, снятия ограничений, экономического роста или развития отдельных отраслей. Так мы видим бурный рост оборонного сектора, обусловленный геополитикой, а также устойчивое развитие ИИИ-сектора под влиянием глобального спроса.

— Какие результаты вам было бы интересно увидеть к 2026 году в части новых эмитентов из Узбекистана и Центральной Азии на международных рынках?

— Я не могу комментировать конкретную траекторию эмитентов, однако отмечу, что в Центрально-Азиатском регионе формируется позитивный импульс. Крупнейшим рынком остается Казахстан — Казахстанская фондовая биржа и Международный финансовый центр «Астана» последовательно развивают инфраструктуру, а фонд «Самрук-Казына» активно готовит портфельные компании к международным рынкам.

Внутренний же рынок капитала Узбекистана с учетом обновленной законодательной базы к 2026 году находится в хорошей позиции для ускоренного роста за счет привлечения новых компаний и инвесторов.

# Анвар Ирчаев: «Модернизация инфраструктуры — давно назревший вопрос»

САБИНА АЛИЕВА



Как меняется инфраструктура фондового рынка, какие инструменты готовятся к запуску и что мешает раскрытию потенциала отрасли — об этом Kursiv Research поговорил с **Анваром Ирчаевым**, председателем Национальной ассоциации инвестиционных институтов (НАИИ).

— Что представляет собой НАИИ и какую роль она играет на рынке капитала Узбекистана?

— НАИИ создавали как площадку, где участники рынка капитала могут говорить и действовать не поодиночке, а вместе. Потому что фондовый рынок в Узбекистане существует давно, но долго не становился полноценным. Причин много: мало эмитентов, слабая ликвидность, спрос инвесторов не всегда устойчивый, иностранного участия тоже пока не столько, сколько могло бы быть.

Ассоциация была создана 16 января 2021 года, в момент, когда рынок ценных бумаг и приватизационные процессы начали ускоряться.

Сейчас у НАИИ более 25 членов. И у нас нет закрытых рамок, кто может входить, а кто нет. Критерий простой: компания должна соприкасаться с рынком капитала.

— Как НАИИ восприняла президентский указ о развитии рынка капитала и бессрочной регуляторной песочнице?

— Такого решения мы ждали давно. Это дает возможность работать с регулятором более системно и регулярно, а не точечно.

Наша роль здесь, как я это вижу, такая: собирать предложения и позицию участников, консолидировать их и участвовать в подготовке подзаконных актов, чтобы новые правила действительно соответствовали потребностям рынка и не создавали лишних барьеров.

И да, подход должен быть поэтапным и взвешенным. Рынку важны скорость и новые возможности, но еще важнее устойчивость и доверие.

— Какие новые финансовые инструменты планируется внедрить на рынке капитала и какова позиция НАИИ по их введению?

— По валютным облигациям уже многое понятно. Разрешение есть, местные эмитенты могут выпускать облигации, номинированные в валюте. И это логичный шаг, потому что деньги в суммах у нас дорогие и часто еще короткие по сроку.

Приведу пример, чтобы было понятнее. Если стоимость привлечения в суммах условно 26–27%, а сум дополнительно укрепился к доллару примерно на 8%, то в пересчете на валюту стоимость капитала становится еще выше — условно за 30%. Для бизнеса это серьезная нагрузка. Валютное фондирование обычно дешевле, в районе 12–14%, поэтому инструмент может привлечь на рынок больше компаний, которым нужен капитал.

Во-вторых, глобальные депозитарные расписки и подобные инструменты упираются в инфраструктуру и международных участников. Если на рынок заходят крупные международные кастодианы и связка становится технически возможной, тогда включаются такие инструменты.

По двойному листингу — да, это потенциально большой этап. Если появятся механизмы, при которых местные компании могут листиться и у нас, и на внешних площадках, это меняет уровень рынка, требования к эмитентам и в итоге доверие инвесторов.

— Насколько критична модернизация биржевой инфраструктуры и что она может изменить?

— Модернизация инфраструктуры — давно назревший вопрос. Насколько я понимаю, там уже делают практические шаги по выбору и внедрению новой системы для биржи, чтобы торги были быстрее, проще и доступнее.

Потому что даже если у людей есть интерес и торговые приложения, через которые можно покупать бумаги, потенциал все равно ограничен, если процессы медленные и рынок узкий. Мы видим, что в последнее время ценообразование стало более прозрачным, ликвидность растет, цены движутся. Но объем мог бы быть значительно больше, если бы на рынке было больше качественных эмитентов и если бы инфраструктура обеспечивала им нормальный вход.

— Учитывая, что капитализация узбекского фондового рынка составляет около 20% ВВП (что говорит о большом нераскрытом потенциале), как НАИИ оценивает этот потенциал и какие меры предлагает для его раскрытия?

Потенциал большой, несомненно. В развитых экономиках капитализация фондового рынка может составлять 60–100% ВВП. Поэтому запас роста виден сразу.

Но важно понимать, что потенциал не реализуется сам по себе. Нужны инфраструктура и просветительская работа, то есть объяснение людям, почему рынок капитала им нужен и как им пользоваться.

— Какие проблемы рынка капитала нужно решать в первую очередь?

Здесь сложно сказать: «В первую очередь вот это». Это как цепочка. Одно без другого не решается.

Если будут эмитенты, но не будет подходящей инфраструктуры — как торговать? Если будет много инвесторов, но не будет эмитентов — это тоже перекося. Поэтому подход должен быть комплексным.

— Как ассоциация способствует созданию доверия инвесторов и здоровой конкуренции на рынке капитала?

— На данный момент мы работаем над Кодексом этики: документ уже разработан, однако пока не согласован со всеми участниками. Тем не менее мы убеждены, что его внедрение позволит создать базовые условия для здоровой и добросовестной конкуренции среди всех участников рынка. По своей сути это своего рода «джентльменское соглашение», которое формирует единые принципы поведения, взаимного уважения и профессиональной ответственности.

— Какие зарубежные практики и стандарты вы бы хотели видеть в Узбекистане?

— В развитых экономиках торговля давно стала простой и цифровой. Мы бы хотели видеть в Узбекистане такую же систему: онлайн-покупка и продажа без ограничений, удобный вывод средств и автоматизированные налоговые процессы.

Вторая вещь — ликвидность. Человек должен понимать, что если ему понадобились деньги, он сможет продать бумагу, а не «застрясть».

И третье — прозрачность. У инвестора часто возникает простой вопрос: где искать цифры, где найти аналитику, на каком она языке и насколько ей можно доверять. И пока это не решено, рынок будет расти медленнее, чем мог бы.

Из международных ориентиров мы смотрим на модели с высокой прозрачностью и сильными стандартами корпоративного управления, например, на опыт Сингапура.

# ДОХОД ПО РАСШИРАНИЮ

ВАДИМ ЕРЗИКОВ

От доллара к облигациям: как 2025-й менял инвестиционные привычки узбекистанцев

## ДОЛЛАР УШЕЛ НА ПОСАДКУ

За год национальная валюта Узбекистана укрепилась примерно на 7%, что стало полной неожиданностью. В предыдущие годы наблюдалась девальвация: в 2024 году — на 4,7%, в 2023-м — почти на 10%, в 2022-м — на 3,6%.

Купившие американскую валюту в начале 2025 года фактически не смогли уберечь свои средства от обесценивания, и даже долларские депозиты в этом не помогли, так как их доходность варьировалась в пределах 5–7%.

Главный инвестиционный аналитик Freedom Broker Мухаммадкамон Муродов комментирует так: на формирование курсов влияют разнонаправленные тренды мировой экономики — замедление роста в ряде развитых стран, нестабильность сырьевых рынков и усиление протекционистской политики США. Введение масштабных тарифных пошлин создало дополнительные риски для глобальной торговли и усилило дисбалансы на мировых рынках. На этом фоне индекс доллара с начала года сократился более чем на 9%. Такое ослабление напрямую отразилось на динамике других валют.

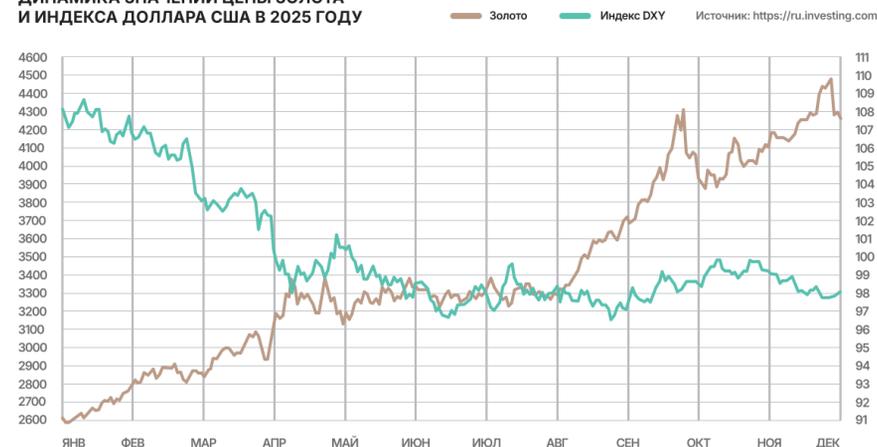
В 2025 ГОДУ НА ЛИСТИНГОВОЙ ТОРГОВОЙ ПЛОЩАДКЕ РЕСПУБЛИКАНСКОЙ ФОНДОВОЙ БИРЖИ «ТОШКЕНТ» ОБЪЕМ СДЕЛОК С ОБЛИГАЦИЯМИ ВЫРОС В 4,5 РАЗА И ДОСТИГ 1,7 ТРЛН СУМОВ. ЧИСЛО СДЕЛОК УВЕЛИЧИЛОСЬ ПОЧТИ В ЧЕТЫРЕ РАЗА, ДО 11 ТЫС. ВСЕ ЭТО СВИДЕТЕЛЬСТВУЕТ ОБ АКТИВИЗАЦИИ ЭМИТЕНТОВ И ИНВЕТОРОВ НА РЫНКЕ ДОЛГА. ПРИ ЭТОМ В УЗБЕКИСТАНЕ АКТИВНО РАЗВИВАЛИСЬ И АЛЬТЕРНАТИВНЫЕ СПОСОБЫ ПРИУМНОЖЕНИЯ СБЕРЕЖЕНИЙ. KURSIV RESEARCH СОВМЕСТНО С ЭКСПЕРТОМ FREEDOM BROKER РАЗБИРАЛСЯ, ВО ЧТО ИНВЕСТИРОВАЛИ ГРАЖДАНЕ СТРАНЫ И ПОЧЕМУ ОБЛИГАЦИИ СТАЛИ БЕЗОПАСНОЙ ГАВАНЬЮ 2025 ГОДА.

## ЗОЛОТО ВНЕ ОЖИДАНИЙ

Аналитик Freedom Broker считает, что 2025 год можно смело назвать непредсказуемым и одновременно успешным для рынка золота. Инвестиции в драгоценный металл показали высокую доходность: цена преодолела психологически важный уровень в \$4 тыс. за тройскую унцию, существенно превысив ожидания рынка и прогнозы большинства аналитиков.

«Рост стал следствием геополитической напряженности, инфляционных рисков, ожиданий смягчения денежно-кредитной политики ФРС США и общей неопределенности экономических и политических перспектив Соединенных Штатов. Дополнительную поддержку ценам оказало ослабление доллара США, поскольку драгметалл номинирован в американской валюте», — считает аналитик Freedom Broker. По подсчетам эксперта, стоимость золота за год увеличилась примерно на 64,5%, достигнув \$4,3 тыс. за унцию, а исторический максимум составил 4532,63 доллара. За два года цена фактически выросла более чем вдвое.

## ДИНАМИКА ЗНАЧЕНИЙ ЦЕНЫ ЗОЛОТА И ИНДЕКСА ДОЛЛАРА США В 2025 ГОДУ



## СБЕРЕЖЕНИЯ В БАНКАХ: ЦИФРЫ И ТЕНДЕНЦИИ

Ситуация с сумовыми депозитами выглядела лучше, чем с долларowymi, но доходность тоже шла вниз, несмотря на повышение основной ставки в марте 2025 года.

Мухаммадкамон Муродов отмечает, что повышение ключевой ставки традиционно должно было стимулировать рост ставок по депозитам. Однако рынок отреагировал противоположным образом, и показатели ушли вниз. На ноябрь 2025 года средневзвешенная ставка по депозитам для физических лиц составила 21% против 22,1% в январе.

Здесь важно учесть, что инфляция в Узбекистане тоже замедляется (7,3% в 2025 году против 9,8% в 2024-м), вместе с ней снижаются инфляционные ожидания, а значит, реальные ставки растут (за вычетом инфляции). Депозитный портфель финансовых учреждений Узбекистана демонстрировал уверенный рост: по состоянию на 1 декабря 2025 года он увеличился на 31% год к году. Доля валютных депозитов при этом сократилась с 26 до 21%, что указывает на перераспределение ликвидности в пользу национальной валюты.

## КРИПТОВАЛЮТЫ: ВОЛАТИЛЬНОСТЬ КАК НОРМА

В 2025 году криптовалюты вновь оказались в фокусе внимания мировых финансовых рынков. Самый популярный актив — биткоин. Рост интереса со стороны институциональных инвесторов и обсуждение роли цифровых активов в резервах отдельных стран поддерживали спрос, однако любые негативные новости быстро приводили к коррекциям.

Аналитик Freedom Broker Мухаммадкамон Муродов подчеркивает, что доходность биткоина в течение года во многом зависела от временного горизонта инвестирования. Так, с января по начало апреля цена актива снизилась до минимального уровня года — около \$76,3 тыс. За этот период инвестор мог зафиксировать убыток в размере 18,43%, что заметно отразилось бы на структуре портфеля.

Однако удержание позиции до начала октября, когда биткоин обновил исторический максимум (до \$124,7 тыс.), позволило бы получить доходность 63,44% от апрельского минимума и порядка 33,31% с начала года. К концу года актив вновь сменил направление на нисходящее, потеряв 6,35% с начала года, что в очередной раз подчеркнуло зависимость рынка от новостного фона и шума.

«На этом фоне говорить о криптовалюте как о надежном инвестиционном инструменте по-прежнему преждевременно», — подчеркивает специалист.

## ДИНАМИКА ЦЕН БИТКОИНА В 2025 ГОДУ



## АКЦИИ: КОГДА РЫНОК ИСКАЛ ИДЕИ

Несмотря на ожидания IPO и SPO крупных государственных компаний, 2025 год не принес рынок новых публичных эмитентов. Переносы приватизации и неготовность компаний к размещению ограничили предложение, однако это не стало сдерживающим фактором для инвесторов. Напротив, внимание сместилось к уже обращающимся инструментам, которые в течение года показали как рост стоимости, так и ощутимую доходность.

Мухаммадкамон Муродов подчеркивает наибольший интерес среди акций к бумагам «Хамкорбанка» (тикер — НМКВ), Узбекской республиканской товарно-сырьевой биржи (URTS), а также «Узбектелекома» (UZTL) и торгового комплекса Chilonzor buyum savdo kompleksi (CBSK). Эти компании оказались

в фокусе внимания инвесторов по разным причинам — от фундаментального улучшения финансовых показателей до рыночного спроса и ожиданий рынка.

Так, акции «Узбектелекома» в 2025 году выросли на 43,85%. Эксперт связывает это прежде всего с восстановлением финансовых результатов компании: по итогам III квартала чистая прибыль достигла 321,1 млрд сумов, существенно превысив показатели предыдущих лет. При этом, как подчеркивает Муродов, динамику котировок лишь частично можно объяснить фундаментальными факторами, поскольку рост происходил в отсутствие значимых корпоративных событий.

Еще одним заметным активом стали акции CBSK, которые продемонстрировали рост более чем вдвое с начала года, став одними из немногих инструментов, показывавших продолжительное восходящее движение.

## ОБЛИГАЦИИ: КОГДА ВАЖНА ПРОГНОЗИРУЕМОСТЬ

Если акции в 2025 году позволяли зарабатывать на росте стоимости, то облигации обеспечивали то, что многие инвесторы искали в условиях неопределенности, — предсказуемый доход. Объем выпусков корпоративных облигаций за год заметно увеличился: по данным Freedom Broker, по открытой подписке размещено 13 выпусков семи эмитентов на 1,33 трлн сумов. Доходности по ним варьировались от 17,5 до 29% годовых.

Как отмечает Мухаммадкамон Муродов, особенно высокий спрос был на бумаги AGAT CREDIT И BIZNES FINANS. «Инвесторов привлекала не только высокая доходность, но и активная торговля на вторичном рынке, что повышало ликвидность бумаг», — поясняет аналитик. Дополнительным фактором стала смена предпочтений инвесторов на фоне снижения ставок по депозитам и ограничений по государственной гарантии вкладов (до 200 млн сумов).

Важную роль в формировании ликвидности сыграли и другие выпуски, каждый отдельный из которых был нацелен под определенную аудиторию. Так, профессиональные участники рынка проявили интерес к облигациям компаний экосистемы UZUM с доходностью 24–25% годовых, оценивая перспективы бизнеса и планы выхода на международное IPO. Одновременно спрос был отмечен и на облигации Компании по рефинансированию ипотеки Узбекистана, а также MK LEASING, дочерней структуры международной группы MIKRO KAPITAL. Эти инструменты стали важным фактором поддержки и укрепления рынка.

В итоге 2025 год наглядно показал разницу между инвестиционными инструментами. Акции, криптовалюта и золото оставались источником потенциально высокой доходности, но требовали готовности к волатильности и рыночным колебаниям. Облигации, напротив, стали инструментом «дохода по расписанию» — с прогнозируемыми выплатами и доходностью, которая в ряде случаев заметно превышала ставки по банковским депозитам.

Эксперт Freedom Broker отмечает: акции НМКВ в 2025 году показали рост 76,3%, достигнув отметки 43 сума за акцию, а объем торгов увеличился в 23 раза и превысил 46 млрд сумов. С момента капитализации в феврале 2024 года совокупный рост составил порядка 33,4%. Поддержку котировкам обеспечили устойчивые финансовые показатели банка, его ведущие позиции по чистой прибыли и кредитному портфелю, рассмотрение возможного листинга на международном рынке, а также первое в истории решение о выплате дивидендов по простым акциям — рынок ожидает, что эта практика сохранится.

# ЭТИЧНЫЕ ИНВЕСТИЦИИ:

СВЯТОСЛАВ ПОЛЯКОВ

## как IMAN Holding создает в Узбекистане экосистему исламских финансов нового поколения



В УЗБЕКИСТАНЕ ФОРМИРУЕТСЯ НОВЫЙ СЕГМЕНТ ФИНАНСОВОГО РЫНКА — ИСЛАМСКИЕ И ЭТИЧНЫЕ ФИНАНСЫ, ОРИЕНТИРОВАННЫЕ НА СОХРАНЕНИЕ И РОСТ КАПИТАЛА БЕЗ ПРОЦЕНТНЫХ И СПЕКУЛЯТИВНЫХ МЕХАНИЗМОВ. IMAN HOLDING ВЫСТРАИВАЕТ ПЕРВУЮ В РЕГИОНЕ ХАЛЯЛЬНУЮ ФИНТЕХ-ЭКОСИСТЕМУ. НА СЕГОДНЯШНИЙ ДЕНЬ ИНВЕСТИЦИОННЫМИ ПРОДУКТАМИ КОМПАНИИ ВОСПОЛЬЗОВАЛИСЬ СВЫШЕ 60 ТЫСЯЧ КЛИЕНТОВ.

### DIGITAL FIRST

Чтобы упростить своим клиентам путь к инвестициям, компания разработала приложение IMANUM. Инвестору не нужно идти в офис или собирать множество бумаг — все действия выполняются онлайн.

Пользователь скачивает приложение, проходит идентификацию, создает профиль и выбирает инвестиционный продукт. В интерфейсе представлены карточки фондов и объектов, условия сделок, юридическая документация,

калькуляторы доходности и обязательные дисклеймеры.

Инвестиция оформляется путем перечисления средств на расчетный счет. После оплаты инвестор получает подтверждение. Доход начинает начисляться со следующего дня — в торговом финансировании либо после перехода проекта к стадии покупки объекта в недвижимости.

Все, что происходит с его деньгами дальше, клиент также отслеживает на экране своего смартфона.

В приложении IMANUM также представлена витрина товаров и активов. Пользователи могут оформлять покупку автомобилей, техники и товаров для дома в рассрочку по исламской модели, без процентов и скрытых комиссий.

Приложение IMANUM делает решение повседневных финансовых задач проще и понятнее. Именно поэтому сегодня количество пользователей экосистемы составляет более 500 тысяч человек из 52 стран, среди которых более 60 тысяч доверили свой капитал.

### КЛИЕНТЫ IMAN, КТО ОНИ?

Клиентская база IMAN Holding объединяет разные группы инвесторов, для которых принципиально важны прозрачность, отказ от рибха и понимание того, как именно работает вложенный капитал. При этом компания не ориентирована исключительно на религиозную аудиторию: участвовать в инвестиционных проектах

могут все граждане Узбекистана, разделяющие принципы устойчивого и этичного инвестирования.

Розничные инвесторы рассматривают продукты IMAN Holding как альтернативу банковским депозитам и спекулятивным инструментам.

С компанией также работают предприниматели, заинтересованные в сохранении и структурировании капитала, размещении свободных средств и участии в проектах с понятной экономикой и прогнозируемыми рисками.

Отдельную группу составляют семьи, которые используют инвестиции как долгосрочный инструмент — для накоплений, крупных покупок и планирования передачи капитала между поколениями.

Кроме того, IMAN Holding работает с сегментом клиентов с большим капиталом. Эти инвесторы взаимодействуют с компанией через персональных менеджеров, получают индивидуальные инвестиционные стратегии и доступ к сделкам, закрытым для массового рынка.

### ИНВЕСТПРОЕКТ — ОТ ИДЕИ ДО РЕАЛИЗАЦИИ

Принципиальный элемент инвестиционной модели продуктов IMAN Holding — разделение рисков. На всех этапах клиенту раскрывается полная оценка рисков по сделке. Предпринимательские и операционные риски, которые касаются управления активом, исполнения

бизнес-модели, выбора контрагентов, а также администрирование сделок берет на себя IMAN Holding. Поэтому компания очень тщательно подходит к выбору проектов: любая инвестиционная идея проходит многоступенчатый отбор.

На первом этапе проводится первичный скрининг. Специалисты компании оценивают рынок, риски, базовую логику бизнеса. Затем компания запрашивает учредительные документы, погружается в первичную отчетность, анализирует бизнес-процессы и может выезжать на место, чтобы убедиться, что бизнес работает так, как заявлено.

Под конкретную сделку разрабатывается и тестируется финансовая модель. После этого проект выносится на инвестиционный комитет и проходит согласование с внутренним комитетом соответствия стандартам AAOIFI.

В компании разделены функции контроля и исполнения: одни отвечают за правила и соответствие стандартам, другие — за повседневную работу и реализацию проектов. Это снижает риски, убирает конфликт интересов и позволяет масштабировать проекты без потери качества.

Помимо внутреннего контроля, существует внешний независимый контур — международная консалтинговая компания, которая подтверждает соответствие продуктов стандартам AAOIFI.

Отчетность IMAN Holding формируется по стандартам IFRS, что позволяет инвесторам оценивать финансовое положение компании на основе международно признанных принципов учета.

В итоге инвестор участвует в доходе реальных проектов при понятных рисках, в соответствии с нормами исламских финансов и без вовлечения в операционное управление.

### ОТ ИНДИВИДУАЛЬНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ К УПРАВЛЯЕМЫМ РЕШЕНИЯМ

На рынке Узбекистана много частных инвесторов, которые годами самостоятельно покупают недвижимость и живут за счет аренды. У некоторых из них уже десятки объектов. Это полноценный бизнес: нужно искать объекты, проверять документы, управлять арендой, решать юридические и операционные вопросы. Эта схема работает, но требует постоянного личного участия и времени.

Одновременно есть другая группа узбекистанцев, которые хотят инвестировать и диверсифицировать капитал, но не готовы заниматься ежедневным контролем процессов. Именно в этой точке возникает запрос на услуги профессиональной инвестиционной компании.

IMAN Holding берет на себя те функции, которые у частного инвестора распределены между десятками решений и личной экспертизой: юридическую проверку, финансовую и рыночную аналитику, структурирование сделок, управление активами и сопровождение проектов на всем жизненном цикле.

В IMAN Holding выстроены отдельные профессиональные контуры — юридический, инвестиционный, аналитический, data-направление. Это позволяет аккумулировать капитал, инвестировать его в реальные активы, управ-

лять проектами и возвращать доход инвестору без его операционного участия.

Таким образом, вместе с компанией клиент переходит к более зрелой модели инвестирования, в которой фокус смещается с операционной рутине на качество решений, управление рисками и устойчивость дохода.

### КАК УСТРОЕНА БИЗНЕС-МОДЕЛЬ НА ПРАКТИКЕ?

Финансовая модель продуктов IMAN Holding соответствует стандартам AAOIFI — международной организации, устанавливающей единые требования к исламским финансовым институтам и контролирующей соответствие их деятельности нормам шариата. Это гарантирует отсутствие в операциях любых форм рибха и неопределенности.

Инвестиционные продукты компании построены вокруг принципа прямой связи капитала с реальной экономикой. Доход формируется через торговые операции, недвижимость и бизнес, а риски и прибыль распределяются между участниками. Доход не является фиксированным. Прибыль может быть как выше, так и ниже прогнозируемой. На всех этапах клиент видит всю логику инвестиций без финансовых ловушек и сложных деривативных схем.

### ТОРГОВОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ (МУРАБАХА)

Базовое инвестиционное направление — торговые сделки по модели мурабаха. Средства инвесторов направляются на финансирование торговых операций без начисления процентов. Компания приобретает товар или актив и реализует его с заранее зафиксированной наценкой.

Экономика сделки полностью прозрачна. Инвестору заранее известно, куда направляются его средства, как формируется доход, какую долю в фактической прибыли он получит и какие издержки несет. Доход возникает не из денег как таковых, а из торгового оборота и перепродажи реального актива. На торговом финансировании клиент может зарабатывать до 24% годовых. Фактическая доходность определяется итогами реализации проекта и не является заранее заданной.

### IMAN KVADRAT (REIT/REID) — ИНВЕСТИЦИИ В НЕДВИЖИМОСТЬ

Одним из стратегических направлений развития компании является отрасль недвижимости. IMAN Kvadrat (REIT/REID). Диапазон доходности по этим продуктам составляет 12–16% годовых в долларах США, однако может быть как выше, так и ниже этого диапазона, в зависимости от результата.

В этом направлении используется несколько инвестиционных моделей:

- покупка и последующая перепродажа торговых помещений, где доход формируется за счет роста стоимости объекта;

- арендная модель: недвижимость приобретается и передается в аренду, а инвесторы получают доход пропорционально своей доле в виде арендных платежей;

- участие в капитале застройщиков, то есть инвестиции непосредственно в бизнес девелоперских компаний.

IMANUM Kvadrat как отдельная управляющая компания обеспечивает полный цикл управления объектами недвижимости: от подготовки активов к сдаче в аренду (отбор объектов, оценка рыночной стоимости, контроль устранения гарантийных дефектов, сопровождение перехода собственности) до поиска и сопровождения арендаторов, включая маркетинг, проверку контрагентов, страхование, договорную работу и эксплуатационное управление.

Компания также отвечает за ротацию арендаторов, урегулирование инцидентов и претензий, расчет арендного дохода с учетом поступлений и операционных расходов, управление дебиторской задолженностью, подготовку отчетности и осуществление выплат инвесторам пропорционально их доле участия.

На данный момент пилотно запущены два проекта в партнерстве с Murad Buildings и BI Group.

Участвовать в проектах коммерческой недвижимости возможно даже с небольшим капиталом. **Минимальный порог — от \$200**, которые можно инвестировать примерно в **0,1 квадратного метра недвижимости** и получать доход пропорционально своему участию. Это делает традиционно закрытый сегмент доступным для широкой аудитории.

### ПЕРСПЕКТИВНЫЕ ПРОДУКТЫ

IMAN Holding работает над расширением и диверсификацией продуктовой линейки, дополняя действующие решения новыми инвестиционными направлениями в реальном секторе.

Среди ближайших планов компании — запуск покупки и продажи автомобилей по исламской модели. Также компания рассматривает выход в сегмент жилой недвижимости — коллективные инвестиции в строительство и формат покупки жилья в рассрочку как альтернативу классической ипотеке.

Еще одно направление — выпуск сукук, исламских облигаций, обеспеченных реальными активами. В том числе обсуждается зеленый сукук для финансирования экологических и устойчивых проектов в транспорте, инфраструктуре и энергоэффективных решениях.

IMAN Holding также планирует привлекать инвестиции в бизнес реального сектора: как через участие в капитале компаний, так и через структурированное оборотное финансирование.

В перспективе компания намерена запустить цифровую торгово-инвестиционную платформу Sukuik, где инвесторы смогут напрямую участвовать в сделках и проектах по исламской модели через единый интерфейс.

Кроме того, компания рассматривает инвестиции в золото и возможность вложений напрямую в IMAN Holding с долевым участием во всей экосистеме.

# ОТ ИНВЕСТ-КОМПАНИИ К БАНКУ:

## как IMAN выстраивает исламскую финансовую модель в Узбекистане

СВЯТОСЛАВ ПОЛЯКОВ

IMAN HOLDING ФОРМИРУЕТ В УЗБЕКИСТАНЕ МОДЕЛЬ ИСЛАМСКОГО БАНКИНГА, ОПИРАЮЩУЮСЯ НА МЕЖДУНАРОДНЫЕ СТАНДАРТЫ И ФИНАНСИРОВАНИЕ РЕАЛЬНОГО СЕКТОРА. КОМПАНИЯ ПРИВЛЕКАЕТ ЧАСТНЫЙ И ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЙ КАПИТАЛ И НАПРАВЛЯЕТ ЕГО В ТОРГОВЛЮ, КОММЕРЧЕСКУЮ НЕДВИЖИМОСТЬ И ДЕЙСТВУЮЩИЙ БИЗНЕС. ПОЛУЧЕНИЕ БАНКОВСКОГО СТАТУСА ЗАКРЕПЛЯЕТ ЭТУ МОДЕЛЬ В СИСТЕМЕ РЕГУЛИРОВАНИЯ И ПОЗВОЛЯЕТ ВСТРОИТЬ ИСЛАМСКИЕ ФИНАНСЫ В ОСНОВНОЙ КОНТУР ФИНАНСОВОГО РЫНКА СТРАНЫ.

### ЧТО ТАКОЕ ИСЛАМСКИЙ БАНКИНГ

Исламский банкинг — это система финансовых услуг, которая работает в соответствии с нормами исламского права. Его ключевое отличие от традиционного банкинга заключается в запрете на взимание и уплату процентов (риба) и в отказе от модели гарантированного дохода. Вместо этого исламский банкинг предлагает разделение рисков и прибыли между банком и клиентом.

В рамках этой системы деньги не рассматриваются как самостоятельный товар, который может приносить доход сам по себе. Доход допускается только в том случае, если он связан с реальной экономической деятельностью.

Поэтому исламские банки участвуют в проектах и сделках, обеспеченных материальными активами — товарами, недвижимостью, оборудованием или производственными мощностями.

Еще одной особенностью исламского банкинга является совместное участие банка и клиента в финансовом результате. Прибыль распределяется в заранее оговоренных долях, а возможные убытки не перекладываются целиком на одну сторону.

Исламский банкинг часто называют этическими финансами. Этичность проявляется в самих принципах финансовых операций. Банк не зарабатывает на долговой зависимости клиента, а участвует в реальных проектах и разделяет с ним финансовый результат.

Из того же принципа вытекает запрет на операции, связанные с чрезмерной неопределенностью и спекуляцией. Недопустимы сделки, построенные на азартных механизмах, чрезмерном риске или непрозрачных условиях, поскольку они нарушают баланс ответственности между сторонами.

Дополняют эту модель строгие этические ограничения на финансирование видов деятельности, поощряющих асоциальное поведение и создающих долгосрочные социальные и экономические риски. Инвестиции в алкоголь, азартные игры, порнографию, ростовщичество, а в ряде трактовок — в производство и торговлю оружием, считаются недопустимыми.

Исламские финансы давно вышли за рамки конфессиональной модели и зарекомендовали себя как эффективная альтернативная финансовая архитектура. Они успешно интегрированы в финансовые системы Европы, Азии и других регионов. В 2020 году Лондон стал одним из мировых лидеров по внедрению инструментов исламских финансов в традиционную банковскую и инвестиционную инфраструктуру.

### ЗАЧЕМ УЗБЕКИСТАНУ ИСЛАМСКИЙ БАНКИНГ

Для устойчивого экономического роста на уровне 6–7% в год экономике Узбекистана требуется постоянный приток долгосрочного частного капитала. Формально уровень инвестиций уже высок и достигает 33–39% ВВП. Однако значительная часть этих средств приходится на государственные и инфраструктурные проекты и не трансформируется в расширение частного реального сектора, а приток прямых иностранных инвестиций остается на уровне 2–3% ВВП.

При этом внутри страны есть «спящий» инвестиционный капитал, но он пока остается вне инвестиционного контура. По данным Центрального банка на конец 2024 года, объем сумовых и валютных вкладов физлиц составляет около 160 трлн сумов, или порядка \$13 млрд. Кроме того, в Узбекистане есть значительный теневой сектор, который достигает порядка 34% ВВП.

Согласно опросу ПРООН, около 70% граждан Узбекистана не пользуются банковскими продуктами, так как они противоречат их религиозным убеждениям, 75% готовы использовать исламские финансовые услуги, если они появятся в стране.

Исламское финансирование позволяет сократить этот институциональный разрыв, предлагая населению этичную и понятную модель инвестирования и напрямую связывая капитал розничных инвесторов с товарооборотом и активами реальной экономики.

В отличие от процентной модели, такие инструменты вовлекают сбережения, ранее не использовавшиеся в банковской системе, и направляют их в бизнес и производство, формируя дополнительный источник долгосрочного частного капитала. Вывод средств из теневого оборота способствует обелению налоговой базы и росту отчислений в бюджеты.

Кроме того, развитие инструментов исламского банкинга в Узбекистане создает институциональный коридор для привлечения долгосрочного капитала с динамичного рынка исламских финансов, который сегодня оценивается в \$5,5 трлн, а к 2030 году достигнет отметки \$9–9,7 трлн.

По прогнозам Евразийского банка развития (ЕАБР), активы исламского банкинга в регионе могут достичь \$2,5 млрд к 2028 году и почти \$6,3 млрд к 2033-му. В Узбекистане при условии формирования полноценной правовой базы объем активов исламского банкинга вырастет до \$1,1 млрд к 2028 году и до \$2,4 млрд к 2033-му.

### ВНЕДРЕНИЕ СТАНДАРТОВ ИСЛАМСКОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ

IMAN Holding стал одним из первых в Узбекистане, который предложил и на практике опробовал понятную и воспроизводимую модель исламского финансирования. Компания выстроила прозрачную структуру сделок, ввела единые требования к клиентам и стандартизированные процедуры, что снизило операционные риски и повысило доверие со стороны инвесторов и партнеров.

Компания вышла за рамки отдельного рыночного игрока и активно формирует институциональную среду исламского финансирования

в Узбекистане — через тиражирование рабочих моделей, внедрение единых стандартов и обсуждение правил взаимодействия между инвесторами, бизнесом и регуляторами.

Существенный вклад компании в этот процесс связан с применением стандартов ААОIFI, обеспечивающих единые правила работы исламских финансовых институтов. Их использование делает продукты IMAN Holding сопоставимыми с практиками, действующими в 30–40 исламских юрисдикциях по всему миру, и закладывает правовую основу для интеграции Узбекистана в глобальную систему исламских финансов.

Для того чтобы внедрение исламских финансов было устойчивым, IMAN Holding адаптирует стандарты ААОIFI к национальному законодательству. Эксперты компании участвуют в профильных рабочих группах и комиссиях, занимающихся формированием правовой базы регулирования исламских финансов в Узбекистане.

Отдельное внимание IMAN Holding уделяет формированию доверия к новым финансовым институтам. С момента основания компания делает акцент на образовательной и разъяснительной работе: проводит публичные лекции, участвует в отраслевых мероприятиях, использует цифровые каналы и медиаформаты для объяснения принципов исламского финансирования. Такая работа способствует росту понимания и доверия со стороны бизнеса и частных инвесторов и формирует устойчивую основу для развития рынка.

### ПРИВЛЕЧЕНИЕ ДОЛГОСРОЧНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ

IMAN Holding уже сейчас привлекает капитал в экономику Узбекистана и направляет его в реальные проекты внутри страны. Компания работает с частными и институциональными инвесторами, в том числе с состоятельными клиентами. Около 5% портфеля IMAN Holding формируется за счет private-инвесторов. Это направление находится в стадии развития: создается отдельная команда и инфраструктура для работы с крупными инвестициями.

Деятельность холдинга была отмечена на международном уровне: IMAN Holding вошла в топ-30 исламских финтех-компаний по версии Salaam Gateway и получила награды AlHuda и IFC (Harvard University). Также IMAN Holding является первым и единственным проектом из Центральной Азии, который привлек инвестиции от венчурного фонда 500 Global.

Важным шагом для IMAN стало вхождение в капитал предпринимателя и девелопера Мурада Назарова, который увеличил свое участие в управлении холдингом и стал членом наблюдательного совета. Еще одним из членов наблюдательного совета является Хабибулло Ибрагимов, старший вице-президент Lesh Bank — ведущего исламского инвестиционного банка Катара с активами под управлением более \$5 млрд, входящего в число ключевых финансовых институтов региона.

Благодаря такому сочетанию локального и иностранного опыта IMAN аккмулирует ресурсы и направляет их в перспективные проекты внутри Узбекистана, расширяя источники финансирования для экономики страны.

### СОЗДАНИЕ НОВЫХ ТОЧЕК РОСТА В РЕАЛЬНОЙ ЭКОНОМИКЕ

На нынешнем этапе экономического развития Узбекистана ключевой задачей остается расширение производительной базы — отраслей, создающих реальный продукт, занятость и устойчивый внутренний спрос. Эта логика созвучна принципам исламской экономики, в которой накопление и создание богатства опираются на реальный вклад экономических агентов в развитие производительных сил.

IMAN Holding выстраивает свою модель вокруг перераспределения частного капитала в реальный сектор экономики. Инвестиции компании направляются в торговлю, коммерческую недвижимость и действующие бизнесы — сегменты, которые формируют занятость, внутренний спрос и налоговую базу. Такой подход связывает финансовые инструменты не с оборотом денег как таковых, а с конкретной экономической деятельностью.

В потребительском сегменте компания придерживается сдержанной политики. Рассрочка одобряется только при наличии подтвержденной платежеспособности, что позволяет ограничивать рост долговой нагрузки домохозяйств. На макроуровне это снижает риски перегрева потребительского кредитования, которые в последние годы стали заметным источником дисбалансов в экономике.

Отдельное направление — инвестиции в коммерческую недвижимость. Офисный рынок Узбекистана сталкивается с дефицитом качественных площадей, прежде всего в сегментах A/A+ и B/B+, что усиливает ценовое давление на бизнес. На фоне сокращения вакантности и ограниченного ввода новых объектов арендные ставки растут быстрее общего рынка, увеличивая операционные издержки компаний и сдерживая расширение деловой активности. По итогам 2025 года средние ставки выросли на 7,1% год к году, а в сегменте B/B+ — более чем на 13% при устойчивом спросе инвесторов на современные офисы с качественной отделкой.

В этих условиях IMAN Holding решает структурную проблему рынка, направляя инвестиции в строительство новой качественной офисной недвижимости. Такие проекты не только расширяют предложение востребованных площадей, но и запускают мультипликативный эффект — формируют спрос на строительные материалы, логистику, инженерные и сервисные услуги, вовлекая в экономическую активность смежные отрасли.

Еще одно важное направление деятельности IMAN Holding — поддержка малого и среднего бизнеса как предпринимательской основы реальной экономики. Для традиционных банков этот сегмент часто оказывается недостаточно привлекательным из-за маржи, а также отраслевых, административных и операционных рисков. Поэтому многие предприниматели сталкиваются с ограниченным доступом к капиталу.

Подключение к платформе IMANUM позволяет компаниям расширять клиентскую базу за счет аудитории, ориентированной на исламские финансовые инструменты. По данным сервиса, это приводит к росту оборотов и среднего чека в среднем на 30–40%. Дополнительным фактором выступает участие IMAN Holding в продвижении партнеров и маркетинговых активностях. Платформа сотрудничает как с крупными

торговыми сетями, так и с компаниями среднего сегмента.

Кроме того, холдинг развивает формат прямых инвестиций в действующий бизнес. В настоящее время ведется работа по формированию портфеля и инвестиционной модели: разрабатываются финансовые модели для оценки эффективности проектов и отрабатываются механизмы распределения прибыли между участниками. Параллельно IMAN Holding проводит переговоры с потенциальными проектами для пилотного запуска — в том числе в образовательной и торговой нишах. Рассматривается около 5–10 инициатив, которые могут быть реализованы в рамках последующих этапов развития платформы.

### НА ПУТИ К ПЕРВОМУ ИСЛАМСКОМУ БАНКУ В УЗБЕКИСТАНЕ

В научной литературе исламский банкинг рассматривается как инструмент, который способен выступать основой развития экономики в разных условиях, включая поддержку устойчивых финансовых потоков и снижение зависимости от внешних источников.

Стратегическая цель IMAN Holding — формирование в Узбекистане и Центральной Азии полноценной банковской модели на основе исламских принципов. В рамках этой модели компания планирует развивать два ключевых направления — розничный и инвестиционный банкинг.

В декабре IMAN Holding получила лицензию микрофинансовой организации с последующей трансформацией в микрофинансовый банк. Статус банка позволяет компании масштабировать инвестиционные продукты, выстроить полноценную систему комплаенса и работать в едином регуляторном поле с другими финансовыми институтами.

В розничном сегменте уже сформирован базовый набор продуктов для частных клиентов: торговая рассрочка, платежи и денежные переводы. В дальнейшем линейка будет расширена за счет автолизинга и исламской ипотеки по модели иджара. При внедрении автолизинговых продуктов приоритет будет отдаваться финансированию электромобилей и наиболее экологически эффективного транспорта, что снижает углеродный след и соответствует ESG-принципам.

Инвестиции в коммерческую недвижимость и торговое финансирование создают задел для развития инвестиционного и private banking-направления. В скором времени у клиентов появится возможность инвестировать в капитал фирм реального сектора, а также самого холдинга IMAN.

Состоятельным и сверхсостоятельным клиентам предложат индивидуальные инвестиционные продукты, в рамках которых компания возьмет на себя управление активами и сопровождение инвестиций.

Исламский банк IMAN Holding заложит основу системы этических финансов, в которой банковская деятельность опирается на реальные активы, участие в рисках и прозрачные правила. Такая модель создает условия для перераспределения капитала в пользу бизнеса и производства и будет способствовать устойчивому экономическому росту.

# МИЛЛИАРД В ПЕСОЧНИЦЕ: как Узбекистан намерен разогнать рынок капитала

ВАДИМ ЕРЗИКОВ

В УЗБЕКИСТАНЕ ВСТУПИЛ В СИЛУ МАСШТАБНЫЙ ПРОГРАММНЫЙ ДОКУМЕНТ — УКАЗ ПРЕЗИДЕНТА № 254, КОТОРЫЙ К 2030 ГОДУ ДОЛЖЕН РАДИКАЛЬНО ИЗМЕНИТЬ ЛАНДШАФТ НАЦИОНАЛЬНОГО ФОНДОВОГО РЫНКА. ЧЕРЕЗ ЦЕННЫЕ БУМАГИ РАССЧИТЫВАЮТ ПРИВЛЕЧЬ \$1 МЛРД ИНВЕСТИЦИЙ, В ТОМ ЧИСЛЕ ЗА СЧЕТ ВЫПУСКА КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ НА 5 ТРЛН СУМОВ. ОДИН ИЗ КЛЮЧЕВЫХ ПУНКТОВ — КОМПАНИИ-РЕЗИДЕНТЫ ПОЛУЧИЛИ ПРАВО ВЫПУСКАТЬ ДОЛЛАРОВЫЕ ОБЛИГАЦИИ. KURSIV RESEARCH ВМЕСТЕ С ЭКСПЕРТАМИ РАЗБИРАЛСЯ, НАСКОЛЬКО РЕАЛИСТИЧНЫ ЭТИ ЦЕЛИ И ЧЕМ НОВЫЕ МЕРЫ ПОМОГУТ РЫНКУ.

## ОТ ДЕКЛАРАЦИЙ К ИНСТРУМЕНТАМ

Новый указ — это не первая попытка реанимировать фондовый рынок. За последние пять лет Узбекистан принял несколько документов в этом направлении, но часть пунктов не реализована или откладывается. Например, физические лица на февраль 2026 года по-прежнему не могут покупать гособлигации. Поправки в законодательство, которые позволяют это сделать, вступили в силу ровно четыре года назад, в феврале 2022 года. Министерство экономики и финансов (эмитент) пока не дало процессу зеленый свет.

Но не все пункты программ остаются на бумаге. Иностранцам инвесторам открыли путь к ГЦБ на внутреннем рынке, и некоторые из них уже попробовали этот инструмент (например, Bank of Georgia), а рынок корпоративных облигаций оживился.

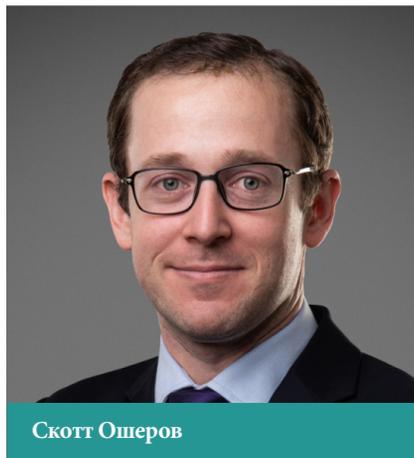
Если пять лет назад выход частной компании на рынок долга считался событием года, то сегодня это привычный процесс. Бизнес Узбекистана нуждается в финансировании, и активизация облигационного рынка подтверждает это.

Главный инвестиционный директор фонда AFC Uzbekistan **Скотт Ошеров** отмечает, что рынок долгое время находился в состоянии застоя из-за отсутствия нормативной базы.

«Однако за последние 12 месяцев произошел огромный переход на рынке корпоративных облигаций», — подчеркивает Ошеров.

По его словам, раньше компании считали удачей продажу транша на \$1–2 млн, тогда как сегодня рынок спокойно «переваривает» суммы в \$5 млн и выше. Тем не менее эксперт предупреждает, что отсутствие развитого вторичного рынка все еще создает проблемы с ликвидностью, но

текущий этап — это та самая «точка перегиба», которую страна уже прошла в секторе потребительского кредитования.



Скотт Ошеров

## ВАЛЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ: ЛЕКАРСТВО ОТ ДОЛЛАРИЗАЦИИ ИЛИ НОВЫЙ РИСК?

Одним из самых ожидаемых пунктов нового указа стало разрешение выпускать облигации в иностранной валюте внутри страны. Для экономики, которая годами боролась с долларизацией, это выглядит как отступление от правил, но эксперты видят в этом прагматичный расчет.

Аналитик Freedom Broker **Борис Бондарь** считает, что это логичный шаг для привлечения и



Борис Бондарь

удержания ликвидности в периметре локального рынка, который переведет уже существующий долларовый спрос в регулируемый биржевой инструмент.

«Фактически речь идет о создании альтернативы валютному кредитованию со стороны банков. Корпоративные заемщики получают возможность напрямую выходить к инвестору, минуя банковский баланс», — комментирует Бондарь.

По словам аналитика, появление валютных выпусков внутри страны закладывает основу для формирования локальной кривой доходности в твердой валюте. В этом случае компании смогут занимать по ставке, которая в большей степени отражает их собственный кредитный риск, а не инфляционные и девальвационные ожидания по суму.

Скотт Ошеров дополняет эту мысль, указывая на огромные объемы валюты, которые население хранит «под матрасами».

«Это способ дать толчок рынку и заставить инвесторов перераспределять капитал из недвижимости или банковских депозитов в финансирование частного сектора», — говорит Ошеров.

При этом он делает важное уточнение для частных инвесторов: лично он предпочел бы сумовый долг. По его мнению, доходность по сумовым облигациям выше 20% перекрывает риски девальвации и приносит более высокую реальную прибыль, чем долларские инструменты.

## БЕССРОЧНАЯ ПЕСОЧНИЦА И ВОПРОС ИНФРАСТРУКТУРЫ

Указ делает режим регуляторной песочницы — специальной зоны для апробации финансовых инноваций — постоянным. Это критически важно для привлечения иностранных игроков.

Борис Бондарь полагает, что первыми инструментами в рамках песочницы станут именно долларские облигации.

«Однако вопрос, насколько быстро и эффективно будут проходить выпуски и размещения инструмента, остается неясным в условиях неопределенности запуска соответствующей инфраструктуры», — отметил он.

В свою очередь Скотт Ошеров подчеркивает, что для иностранного капитала первична стабильность.

«Инвестору нужна ясность. Если правила меняются каждые полгода, бизнес не будет работать. То, что песочница стала бессрочной, дает иностранцам уверенность: правила не изменятся.

Иностранцы теперь могут принести инфраструктуру, чтобы соединить рынок Узбекистана с глобальным», — объясняет эксперт.

## ИНОСТРАННЫЕ АКЦИИ КАК ВХОДНОЙ БИЛЕТ НА БИРЖУ

Возможность легально торговать бумагами глобальных гигантов (Apple, Tesla) или вкладываться в ETF-фонды на индекс S&P 500 — пожалуй, самый понятный для широких масс пункт указа. Эксперты ожидают, что это может спровоцировать кратный рост интереса населения к фондовому рынку.

Аналитик Freedom Broker Борис Бондарь называет эту норму одной из самых прорывных в документе. По его словам, доступ к ценным бумагам иностранных эмитентов станет мощным импульсом для развития локальной инвестиционной культуры.

«Глобальные рынки эффективны и качественно диверсифицированы. Управление капиталом в такой среде позволяет инвестору минимизировать влияние неопределенности. На примере приграничных стран мы видим, что внедрение такой возможности значительно повышает активность и вовлеченность на локальной бирже», — отмечает эксперт.

Скотт Ошеров согласен с тем, что узнаваемость брендов сыграет на руку рынку, став своего рода толчком для частных инвесторов в условиях ограниченного предложения местных активов. Однако он призывает к осторожности, указывая на риск создания однобокого портфеля.

«Я полагаю, что в Узбекистане планируют последовать примеру Казахстана, где такие акции уже представлены. Все хотят владеть Netflix, Amazon, Google или Microsoft. Но проблема в том, что это не обязательно те компании, которыми стоит владеть прямо сейчас. Тот факт, что акция росла последние 10 лет — не лучшая причина для покупки, многие из этих бумаг переоценены», — предупреждает Ошеров.

По мнению директора AFC Uzbekistan, концентрация исключительно на технологическом секторе может привести к неверному распределению капитала. Ошеров подчеркивает, что рынку необходим более широкий спектр иностранных имен, а не только «хайповые» гиганты.

«К сожалению, поскольку нынешнее законодательство не позволяет гражданам Узбекистана напрямую торговать на рынках США, не будет полной свободы выбора», — отметил Ошеров.

## ОБЛИГАЦИИ СВЕРХ КАПИТАЛА: РИСК ДЕФОЛТОВ ИЛИ ГИБКОСТЬ?

Одним из обсуждаемых пунктов стала возможность для эмитентов в отдельных случаях выпускать необеспеченные облигации на сумму, превышающую их собственный капитал. Пока это правило существует лишь в тексте указа — соответствующий механизм еще предстоит прописать в подзаконных актах.

Аналитик Freedom Broker Борис Бондарь обращает внимание на несовершенство текущих норм, согласно которым установлено ограничение на

выпуск необеспеченных бумаг в случае превышения эмитентом размера его чистых активов. Причем это правило включает в себя и те облигации, что уже находятся в обращении. Выпуск же сверх капитала возможен только при предоставлении обеспечения, будь то недвижимость, страховой полис или банковская гарантия.

Однако эксперт указывает на серьезное белое пятно в нынешнем подходе: иные категории долговых обязательств, такие как прямые займы и кредиты, при расчете этого лимита вообще не учитываются. По словам Бондаря, такое упущение не в полной мере отражает реальную картину левериджа эмитента (отношения долга к собственному капиталу).

«Суждение относительно коэффициента левериджа само по себе — двусторонний феномен ввиду разнонаправленности его нормы для разных секторов», — поясняет Борис Бондарь.

В частности, он отмечает, что для финансового сектора высокий уровень этого показателя представляется нормой, так как их деятельность напрямую связана с привлечением денег для передачи клиентам, и долг здесь является частью оборотного капитала. Поэтому сопоставлять леверидж такого бизнеса с менее капиталоемкими сферами было бы неразумно.

Эксперт считает, что если текущая логика не учитывает все качественные факторы состояния эмитента, то вопрос лежит скорее в плоскости полноты оценки долговой нагрузки, нежели в самой возможности расширенного выпуска облигаций. Борис Бондарь подчеркивает, что ключевую роль в предотвращении рисков должны играть требования к раскрытию информации, рейтинги, финансовые ковенанты и надзор регулятора.

Для самого же бизнеса главным преимуществом отмены старых требований станет снижение расходов на залог. Бондарь напоминает, что необходимость обеспечения традиционно увеличивала эффективную стоимость заимствования, и устранение этого фактора может стать определяющим в конкуренции облигаций с банковскими кредитами.

В то же время эксперт уточняет: в проекте нового положения указано, что валютные облигации в целом должны быть обеспечены гарантией или страхованием. Однако там предусмотрена оговорка, допускающая выпуск без залога по специальному решению уполномоченного органа. Окончательные требования станут ясны после публикации финальной версии документа.

Скотт Ошеров также не видит в расширении возможностей заимствования большой угрозы при условии, что инвесторы будут проявлять осмотрительность.

«Это еще один механизм для создания полноценно функционирующего рынка облигаций. Но инвесторы должны понимать, в какие компании они вкладывают. В финансах чем выше процентная ставка, тем выше риск. Инвесторы должны обладать некоторой финансовой грамотностью», — резюмирует он.

Оба эксперта сходятся в одном: именно наличие кредитного рейтинга и прозрачной отчетности станет тем самым фильтром, который позволит отличить надежных заемщиков от потенциальных банкротов в условиях новой свободы действий.



Директор по корпоративному управлению Prosperity Capital Management  
Денис Спириин

## РЕФОРМУ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ НУЖНО ПРОДОЛЖАТЬ

Указ № 254 выглядит важным структурным шагом для рынка капитала Узбекистана. Он ценен не только тем, что закладывает основу для внедрения новых инструментов рынка капитала, но и усилением инфраструктуры владения ценными бумагами и защиты инвесторов. Это крайне важно для рынка, находящегося на этапе становления.

В части инфраструктуры владения можно выделить дальнейшие шаги по закреплению режима иностранного номинального держателя. Так, указ предполагает введение права иностранных номинальных держателей голосовать и осуществлять иные корпоративные права по акциям от имени их клиентов на основании их инструкций, без доверенностей. Это позволит иностранным инвесторам инвестировать в Узбекистан через привычную для них инфраструктуру рынка и при этом иметь возможность легко реализовывать все корпоративные права.

В части защиты инвесторов важно отметить, что Национальное агентство перспективных проектов (НАПП) получает дополнительные полномочия применять меры воздействия за нарушения в сфере корпоративных отношений. Это как раз инструмент ответственности в сфере корпоративных отношений, которого сейчас рынку не хватает. Но при этом, конечно, фактический уровень защиты миноритарных инвесторов будет зависеть от того, как именно этот инструмент будет реализовываться на практике.

Интересна также норма о возможности передавать корпоративные споры в арбитраж. С одной стороны, она открывает возможности для двусторонних корпоративных споров быть урегулированными на такой площадке, о которой договорились сами стороны. Например, есть речь про спор двух акционеров, возникший из-за заключенного ими акционерного соглашения.

С другой стороны, есть такие корпоративные споры, которые влияют и на само акционерное общество, и на всех его акционеров — например, оспаривание решения общего собрания акционеров. Такой спор вряд ли можно передать в арбитраж без риска нарушить интересы какого-либо участника такого сложного корпоративного отношения. Поэтому кажется, что вопрос о том, какие именно корпоративные споры можно передавать в арбитраж, все еще требует внимательного регулирования.

Но при этом важно отметить необходимость продолжения реформирования корпоративного управления как в части совершенствования корпоративного законодательства, так и в части обновления кодекса корпоративного управления и включения его норм и требований «соблодай или объясняй» в правила листинга. Без данных шагов указанные выше положения указа будут иметь очень ограниченный эффект.

# Как выстраивать инвестиционную модель в условиях реформ и усиления конкуренции за капитал на примере Universalbank

САБИНА АЛИЕВА

ЗА ПОСЛЕДНИЕ ДВА ДЕСЯТИЛЕТИЯ В УЗБЕКИСТАНЕ ИЗМЕНИЛАСЬ САМА ЛОГИКА ДВИЖЕНИЯ КАПИТАЛА. ЕСЛИ В НАЧАЛЕ 2000-Х БАНКОВСКАЯ МОДЕЛЬ СТРОИЛАСЬ ВОКРУГ БАЗОВЫХ ОПЕРАЦИЙ И ОБСЛУЖИВАНИЯ ТЕКУЩЕГО СПРОСА НА КРЕДИТЫ, ТО СЕГОДНЯ НА ПЕРВЫЙ ПЛАН ВЫХОДИТ КАЧЕСТВО ФИНАНСОВОЙ АРХИТЕКТУРЫ. В ЦЕНТРЕ ВНИМАНИЯ ОКАЗЫВАЕТСЯ НЕ ТОЛЬКО ОБЪЕМ АКТИВОВ, НО И ИХ СТРУКТУРА, ИСТОЧНИКИ ФОНДИРОВАНИЯ И СПОСОБНОСТЬ БАНКА УПРАВЛЯТЬ РИСКОМ В ДОЛГОСРОЧНОЙ ПЕРСПЕКТИВЕ.

Universalbank начал работу в 2001 году как частный коммерческий банк и за 25 лет прошел путь от регионального института к одному из ведущих частных банков страны. В рейтингах активности и финансового посредничества Universalbank стабильно входит в топ-5 наряду с Kapitalbank и Namkorbank. Для рынка это показатель не только масштаба, но и способности банка перераспределять капитал между секторами экономики.

К 2026 году Universalbank сформировал универсальную модель, в которой классические банковские операции дополняются инвестиционными инструментами. Банк сочетает привлечение депозитов, кредитование, операции с государственными и корпоративными ценными бумагами и работу с международными кредитными линиями. Инвестиционная идентичность здесь не выделена в отдельный блок. Она встроена в общую бизнес-модель.

По состоянию на 1 января 2026 года совокупные ресурсы Universalbank составили 3,7 трлн сумов. Депозиты формируют 87% ресурсной базы. Кредитные линии занимают 10%. Средства других банков и финансовых институтов составляют 3%. Эти цифры отражают устойчивую депозитную основу и умеренную зависимость от внешнего заимствования.

Значительная часть привлеченных средств номинирована в национальной валюте. Это снижает валютные риски и делает структуру баланса более предсказуемой. Для Universalbank именно предсказуемость структуры является основой инвестиционной устойчивости.

## КАК КАПИТАЛ ПРОХОДИТ ПРОВЕРКУ НА УСТОЙЧИВОСТЬ

Размещение капитала начинается с оценки его стоимости и срока. Срочные депозиты физических

и юридических лиц направляются на формирование кредитного портфеля. Бессрочные средства используются для операций с высокой ликвидностью. В портфель входят государственные облигации, операции РЕПО, размещение средств в Центральном банке и других коммерческих банках.

Такое разделение позволяет минимизировать разрыв между сроками привлечения и размещения средств. При объеме ресурсов 3,7 трлн сумов вопрос управления сроками становится критическим. Инвестиционный цикл в этой логике представляет собой не набор отдельных операций, а систему контроля.

Ключевым элементом остается глубина предварительной экспертизы. Отраслевая диверсификация, лимитирование концентрации, регулярный пересмотр риск-параметров с учетом макроэкономических факторов формируют основу кредитной дисциплины. Используются стресс-тестирование и ранние индикаторы риска. Такой подход позволяет выявлять потенциальные отклонения на ранней стадии.

Рост портфеля рассматривается как производная от качества. В условиях глобальной волатильности именно отказ от избыточной агрессии в наращивании активов становится фактором устойчивости. Инвестиционная стратегия строится вокруг баланса, а не вокруг максимизации объема.

## ОТКУДА БЕРЕТСЯ ДОХОДНОСТЬ БЕЗ НАРАЩИВАНИЯ РИСКА

Высокая рентабельность капитала часто воспринимается как признак динамичного роста. Однако устойчивость показателя определяется эффективностью активов. Именно поэтому в фокусе анализа находится показатель рентабельности активов. Он отражает, сколько

прибыли приносит каждый сум, вложенный в активы банка.

В структуре доходов значительную роль играют комиссионные поступления. Непроцентные доходы превышают процентные и формируют основу операционной прибыли. Это транзакционные и расчетные услуги, включая международные платежи. Такие источники дохода менее чувствительны к качеству кредитного портфеля и не требуют пропорционального увеличения активов, взвешенных по риску.

Комиссионная модель снижает зависимость от процентной маржи и сглаживает влияние рыночных колебаний. В результате рентабельность капитала достигается за счет операционной эффективности и структуры доходов. При этом поддерживается достаточный уровень капитала и ликвидности. Сочетание этих факторов позволяет рассматривать текущую модель как сбалансированную по соотношению доходности и риска.

## ГДЕ ФОРМИРУЕТСЯ ДОЛГОСРОЧНЫЙ СПРОС НА КАПИТАЛ

Сегмент малого и среднего бизнеса формирует значительную часть занятости и предпринимательской активности. Этот сектор создает устойчивый спрос на долгосрочные ресурсы. Наиболее активная динамика наблюдается в строительстве, торговле и сфере услуг, где расширение активов требует доступного финансирования.

Инструменты вроде бизнес-ипотеки выполняют двойную функцию. С одной стороны, это кредитный продукт с понятной структурой погашения. С другой — механизм формирования долгосрочных активов. Предприниматель получает возможность закрепить за бизнесом недвижимость или производственную базу. Банк формирует качественный портфель с предсказуемым денежным потоком.

В долгосрочной перспективе такие инструменты влияют на инвестиционный климат. Расширение доступа к долгосрочному капиталу повышает устойчивость компаний и снижает их зависимость от краткосрочного оборотного финансирования. Это меняет структуру спроса на банковские ресурсы и формирует более зрелую модель взаимодействия с финансовой системой.

## РЕФОРМЫ И НОВАЯ РОЛЬ ЧАСТНОГО БАНКА

С началом масштабных реформ 2016 и 2017 годов усилилась роль частных банков в финансовой системе. Постепенное снижение доминирования государственных институтов открыло пространство для конкуренции за частный капитал. В этой конфигурации банк выступает связующим звеном между предпринимателями и источниками финансирования.

Поддержка частного бизнеса рассматривается как элемент инвестиционной стратегии. Расширение доступа к ресурсам для частных компаний усиливает диверсификацию экономики и формирует устойчивую базу заемщиков.

Важным этапом интеграции в международный рынок капитала стал переход на финансовую отчетность по международным стандартам. Применение МСФО повышает прозрачность показателей и упрощает оценку рисков для иностранных инвесторов. Это расширяет возможности участия в инвестиционных процессах регионального масштаба.

# Новости Узбекистана, чтобы быть в курсе

Uzbekistan  
**KURSIV**



Общая аудитория социальных медиа Kursiv

23  
млн

Яндекс Метрика

Просмотры



2,5  
млн

Статистика за один месяц

Уникальные пользователи свыше



1,2  
млн

Статистика за один месяц

Визиты



1,5  
млн

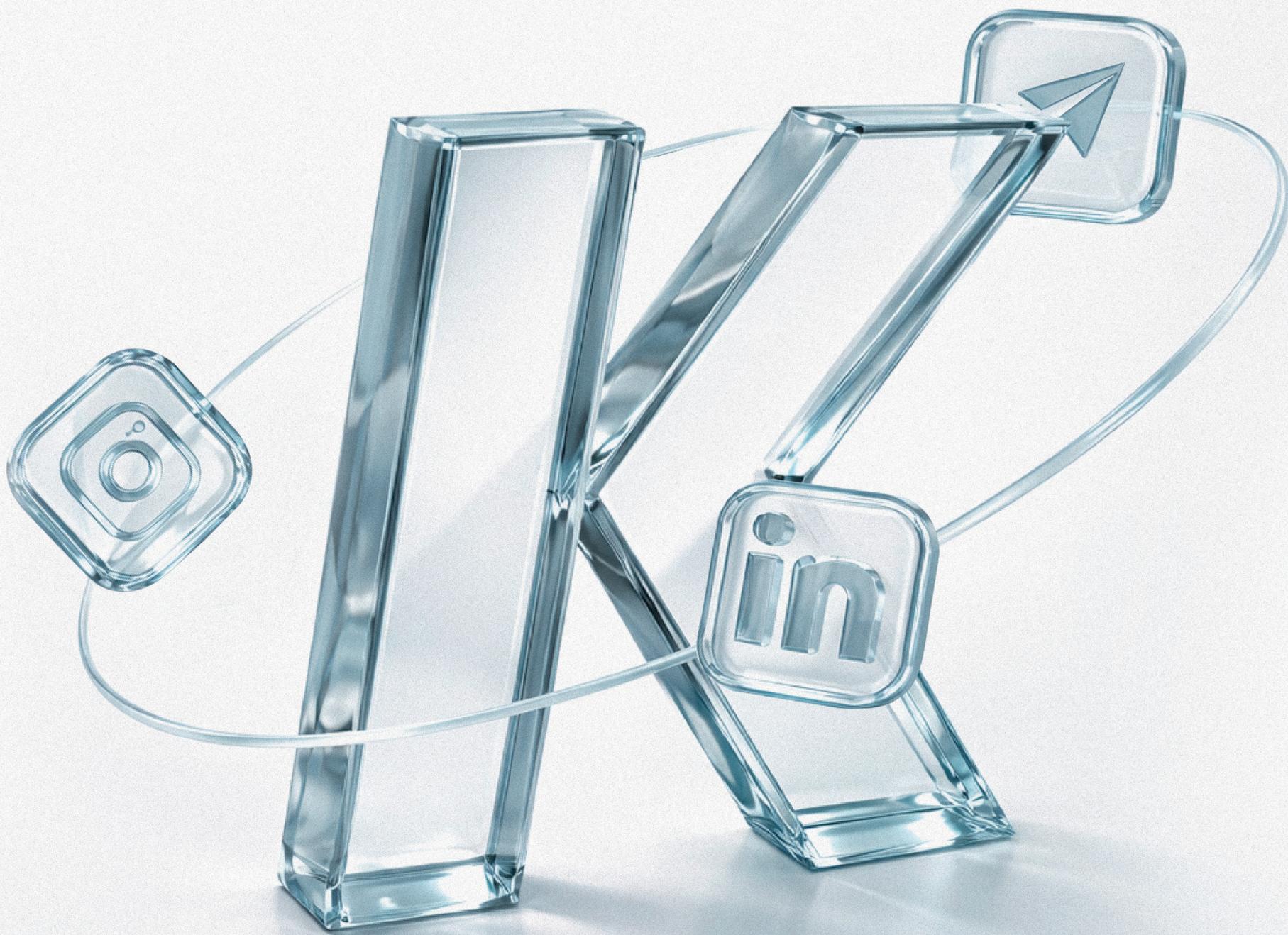
Статистика за один месяц

Kursiv является ключевым источником информации и бизнес-аналитики для предпринимателей, инвесторов, а также специалистов, интересующихся рынком Узбекистана и Центральной Азии.

Kursiv Uzbekistan отличается от других медиа страны разными форматами подачи информации. Мы не только ищем информационные поводы, но и создаем их.

# Подписывайтесь на наши соцсети

Uzbekistan  
**KURSIV**



TELEGRAM



EN



RU



ЎЗ



О'З

INSTAGRAM



RU



О'З

LINKEDIN



EN