Содержание

№11 ноябрь 2009

Гонка вооружений

Владимир Курляндчик, директор по развитию бизнеса компании «ARQA Technologies», рассказывает главному редактору журнала «Вестник НАУФОР» Ирине Слюсаревой о темпах, которыми рос российский рынок биржевых технологий, о правильной инфраструктуре и о том, почему доступ на биржу одинаков не для всех.

12

КНИЖНАЯ ПОЛКА

Reinhart, Carmen M. and Kenneth S. Rogoff. This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly.

64

ТЕМА НОМЕРА: ИНФРАСТРУКТУРНОЕ ЯДРО

4 **Слышать рынок**

Председатель Правления фондовой биржи РТС Роман Горюнов рассказывает главному редактору журнала «Вестник НАУФОР» Ирине Слюсаревой о том, почему перед кризисом банки предпочитали сделки ОТС и какой эффект дает синергия ликвидности.

20 **Деньги решают не все**

Банковский дефицит имеет не денежную природу. Сегодня самыми ценными для финансовой системы активами, возможно, являются стабильность и доверие.

ЭКСПЕРТНОЕ МНЕНИЕ

24 **В прежнем качестве**

Российский рынок акций, несмотря на довольно мощную отрицательную коррекцию в конце октября, по итогам прошедшего месяца пока остается в тройке лидеров по темпам роста среди всех emerging markets.

МИРОВЫЕ ФИНАНСЫ

28 **Кульминация супербума**

Кредитная экспансия не в состоянии увеличить предложение реальных благ. Она, скорее, способствует их перераспределению. В итоге экономический подъем не имеет под собой достаточно твердого основания. Он представляет собой, так сказать, иллюзорное процветание, поскольку не является следствием увеличения общественного богатства.

36 **Финансирование без процента**

Исламские методы финансирования прочно заняли свою нишу, доказали состоятельность и способность работать во время глобального финансового кризиса.

ЗАДАЧА / РЕШЕНИЕ

40 **Воля к консенсусу**

Использование консенсуса прогнозных значений позволяет снизить зависимость от конкретного способа расчета целевой цены.

58 **Вместо кредита**

Рабочей группой Ассоциации региональных банков России разработан проект Федерального закона «О секьюритизации». Целью законопроекта является формирование правовой базы для секьюритизации по российскому праву.

Кто платит?

Решения, реализуемые сейчас в пенсионной сфере, не являются устойчивыми и долговечными. Без дополнительных источников финансирования пенсий состояние пенсионной системы будет быстро ухудшаться, а ее фундаментальные проблемы останутся нерешенными. Решения, дающие выход из этой, казалось бы, тупиковой ситуации, существуют.

48

Инфраструктурное ядро

На каком-то публичном мероприятии (ноябрь оказался на них не скуп) народ активно обсуждал условия, способствующие ведению carry trade. И сходился во мнении, что нынешние условия весьма подобным занятиям способствуют.

— Похоже, Сорос уже заряжает, — заметил один из участников обсуждения.

Наш автор г-н Лендьел (его статью см. на стр.32), рассказывая о спекулятивной атаке на форинт, для отражения которой Венгрии понадобился кредит объемом 20 млрд евро, отметил, что Соросу в сражении против британского фунта понадобилось меньше.

Почему имя великого спекулянта то и дело всплывает в текущей ситуации? Вряд ли случайно. На то и щука в море, чтоб караси не дремали.

Когда рынок растет, не у всех есть досуг задумываться о природе этого роста — надо спешить на праздник урожая новых денег.

Но потом приходит кризис и заводит неприятные речи о регулировании. Напоминает о необходимости взвешивать риски. Твердит о том, что инновации хороши не всегда — порой уместно проявлять и некоторый консерватизм.

В таких речах, на чей-то взгляд, не очень много драйва. Но прислушиваться к ним, скорее всего, полезно. И в любом случае, игнорировать их сейчас точно не получится.

Потому что Сорос (и такие, как он) всегда готов зарядить.

Ирина Слюсарева :)

Вестник НАУФОР

Издание зарегистрировано в Комитете РФ по печати
Свидетельство о регистрации № 018649 от 31.03.99
Издается ежемесячно с октября 1996 г.

Главный редактор **Ирина Слюсарева**

Редакционный совет
Рубен Аганбегян, председатель правления группы компаний «Ренессанс Управление Инвестициями»
Дмитрий Ананьев, глава Комитета по финансовым рынкам и денежному обращению Совета Федерации
Вадим Беляев, генеральный директор финансовой корпорации «Открытие»
Сергей Васильев, заместитель председателя Внешэкономбанка
Алексей Ведев, директор Центра стратегических исследований Банка Москвы
Анатолий Гавриленко, председатель наблюдательного совета группы компаний «АЛОР»
Владимир Евстигнеев, д.э.н., зав. кафедрой ГУ-ВШЭ, зав. сектором ИМЭМО РАН
Ольга Кудинова, заместитель председателя правления НАУФОР
Юрий Минцев, президент ИК «Брокеркредитсервис»
Яков Миркин, директор Института финансовых рынков и прикладной экономики Финансовой академии при Правительстве РФ, председатель Совета директоров ОАО «ИК «Еврофинансы».
Алексей Тимофеев, председатель правления НАУФОР
Александр Трегуб, советник председателя правления НАУФОР
Борис Черкасский, вице-президент ДКК
Александр Щеглов, генеральный директор ИК «Церих Кэпитал Менеджмент»
Олег Ячник, генеральный директор инвестиционной фирмы «Олма», председатель Совета директоров НАУФОР

Редакция
Шеф-редактор **Владимир Кузнецов**
Ответственный секретарь **Лидия Ни**

Фото на обложке и в интервью **Павел Перов**
Иллюстратор **Евгений Тонконогий**
Цветоделение и препресс **Ксения Клюкина**

Учредитель **НАУФОР**
109147, Москва, Воронцовская ул., д. 35Б, стр. 1
Тел./факс: (495) 787-77-74, 787-77-75
vestnik@naufor.ru

Издатель **КЦ НАУФОР**

Автор макета **Петр Пирогов**

По вопросам подписки и приобретения журнала обращайтесь по телефонам +7 (495) 730-53-52, 730-53-17.
www.dex.ru

Отпечатано в типографии ООО «Офсет-экспресс»
119620, г. Москва, Солнцевский пр-т, д. 11, кв. 236
Заказ №
Тираж 1500 экз.

Точка зрения редакции не всегда совпадает с точкой зрения авторов публикуемых статей. Ответственность за достоверность информации в рекламных объявлениях несут рекламодатели. Все права защищены. Перепечатка допускается только по согласованию с редакцией.

Российский денежный рынок – 2009

В Москве прошла первая практическая конференция «Russian money-market: современные возможности».

Участники обсуждали перспективы рубля и доллара, политику ЦБ РФ, возможности зарабатывать в кризис. Еще одной, очень важной, темой стали изменения налогообложения на рынке деривативов. Эти поправки решили две важные проблемы: налогообложение ССР и порядок взимания НДС

Первую сессию, по теме «Российский денежный рынок на пути в глобальную экономику», открыли организаторы конференции — зам. главного редактора ПРАЙМ-ТАСС Сергей Лысаков и валютный аналитик агентства DOW JONES Кети Мартин.

Первый заместитель председателя Правления ЦБ Алексей Улюкаев отметил, что в дальнейшем Банк России планирует проводить валютные интервенции все менее активно, и через 2–3 года перейти на свободно плавающий валютный курс. Приближение к свободному плаванию курса рубля приведет к снижению количества и объема спекулятивных сделок, что придаст макроэкономической среде большую стабильность. Говоря о мировом финансовом кризисе, Алексей Улюкаев отметил, что российской банковской системе не угрожает вторая волна, и нормативы достаточности капитала находятся в удовлетворительном состоянии.

Президент ММВБ Константин Корищенко объяснил, что спекулятивное давление на рубль зависит не только от курса доллара, но и от течения кризиса, который переживают все основные валюты: масштабные меры банковского стимулирования ухудшают их качество.

По мнению председателя совета директоров «МДМ-банка» Олега Вьюгина, приток и отток капитала влияют сейчас на курс рубля даже больше, чем цены на нефть. «Влияние нефтяных цен сейчас более нейтрально, довольно большая часть нефтяных поступлений уходит в Резервный фонд. А вот к движению капитала рубль очень чувствителен. Рубль укрепляется, значит, в Россию идет приток капитала». С точки зрения Олега Вьюгина, России уже не нужны большие стимулирующие меры для подъема экономики. С 3-го квартала текущего года экономика страны перестала сокращаться и начала расти, хоть и не очень высокими темпами.

Участники 2-й сессии (в их числе были начальник аналитического отдела казначейства Сбербанка РФ Николай Кащеев и руководитель управления инвестиционной стратегии ВТБ Иван Иванченко) обсудили, как можно зарабатывать в условиях кризиса.

В рамках работы 3-й сессии обсуждалась тема «Российский валютный рынок: пути развития».

Главный экономист Альфа-банка Наталия Орлова прогнозировала, что фундаментально курс доллара будет ослабляться до тех пор, пока не будут сняты фундаментальные дисбалансы американской экономики.

Старший экономист группы компаний «Тройка Диалог» Антон Струченевский сообщил, что основной причиной carry trade считает высокие процентные ставки. Реальная инфляция сейчас— не 9,5%, а 6%, поэтому ставки ЦБ высоки.

«Перспективы производных инструментов и структурных продуктов на валютном рынке» — так называлась 4-я секция.

Руководитель ФСФР Владимир Миловидов рассказал о том, что Совет Федерации в третьем чтении принял поправки в Налоговый кодекс и ряд законопроектов, упрощающих налогообложение сделок с производными финансовыми инструментами. По его словам, закон является революционным, и многое меняет не только в налогообложении производных инструментов, но и в их регулировании.

В частности, введено определение сделок РЕПО, которые ранее трактовались как две: «покупка» и «продажа», теперь они попадают под регулирование ФСФР, а в законе о рынке ценных бумаг появится понятие производного финансового инструмента.

Владимир Миловидов также напомнил, что новый законопроект об инсайде планируется принять в декабре в третьем чтении.

Председатель правления фондовой биржи РТС Роман Горюнов сказал, что благодаря законопроектам, упрощающим налогообложение сделок с производными финансовыми инструментами, рынок производных инструментов станет более прозрачным.

Физические лица все больше работают с производными инструментами, сказал г-н Горюнов. После изменений в законодательстве этот процесс станет более осмысленным и активным. Станут доступны операции с целой линейкой новых активов, в том числе с золотом. В целом поправки дадут толчок развитию всего финансового рынка.

Посредством телемоста из Франкфурта, свое мнение высказал председатель правления НАУФОР Алексей Тимофеев, который также приветствовал законодательные изменения нововведения. Он назвал революционным новое определение понятия «производный инструмент», отметив, что прежде оно «никогда не было вполне удовлетворительным». Все сделанное, отметил г-н Тимофеев, является основой для следующего шага — введения ликвидационного неттинга.

Член совета Национальной валютной ассоциации Дмитрий Пискулов сделал обзор мирового рынка деривативов. В частности, он говорил о перспективах торговли производными на рубль на мировом биржевом рынке.

В мире, отметил г-н Пискулов, объемы биржевых сделок с деривативами равняются приблизительно одной десятой внебиржевого рынка. В России, сказал он далее, примерно 90% биржевого рынка производных составляют валютные деривативы. Тогда как в мире около 10% рынка составляют валютные деривативы, а свыше 60% — процентные производные инструменты.

Рынок процентных деривативов, в том числе рублевых, находится в Лондоне. Причина — налогообложение.

По мнению г-на Пискулова, следовало бы дать «зеленый» свет развитию внебиржевого рынка производных.

Роман Горюнов
Председатель Правления
фондовой биржи РТС

Слышать рынок

Несмотря на беспрецедентную волатильность рынка в кризис, биржа в состоянии функционировать в рамках существующих регламентов

Председатель Правления фондовой биржи РТС Роман Горюнов рассказывает главному редактору журнала «Вестник НАУФОР» Ирине Слюсаревой о том, почему перед кризисом банки предпочитали сделки ОТС и какой эффект дает синергия ликвидности.

— Роман Юрьевич, как вы оцениваете нынешнее состояние российского биржевого рынка?

— В прошедшем году российский рынок пережил, в связи с финансовым кризисом, один из наиболее тяжелых периодов своей истории.

В настоящее время мир в целом еще не вышел из кризиса, и можно сказать, что мы все еще находимся в условиях некоторой неопределенности. Но локально острая фаза кризиса позади. Индекс РТС выше, чем в начале сентября 2008 года. Иными словами, рынок вышел на «условно» докризисный уровень.

Таким образом, мы уже можем подводить промежуточные итоги. Самый главный итог кризиса, с моей точки зрения, состоит в том, что российская биржевая инфраструктура (РТС, в частности), выстояла. Она доказала, что даже в бушующем океане может существовать точка опоры, точка устойчивости. Что, несмотря на беспрецедентную волатильность рынка, биржа в состоянии функционировать спокойно, взвешенно, последовательно, в рамках существующих регламентов.

Для многих это стало своего рода тестом на зрелость российского биржевого рынка.

Следует сказать, что и во всем мире биржи продемонстрировали свою большую, сравнительно с внебиржевым рынком, устойчивость. Все возникавшие проблемы были связаны с внебиржевым рынком. Это прибавило привлекательности самой идее проведения операций на организованных площадках.

Прежде преобладало мнение, что рынок ОТС дает огромные возможности и именно поэтому он значителен по размерам, а биржевой – намного уже. Кризис существенно повысил роль бирж в целом и заставил задуматься о том, что прозрачность и надежность, присущие именно биржевой торговле, во многом являются рецептом выхода из кризиса.

Хотя, с другой стороны, сложность и многообразие внебиржевых продуктов таковы, что простого рецепта организации по ним регулярных биржевых торгов не может быть.

Невозможно не считаться также еще с одним фактом. Внебиржа существует не только и не столько потому, что участники не хотят выходить на биржу. Но, во многом, еще и потому, что, по мнению многих, классический биржевой механизм — это исключительно двойной встречный анонимный аукцион.

Даже в регуляциях ФСФР именно этой форме (двойного встречного анонимного аукциона) придается главенствующее значение. При определении, например, рыночной цены используется именно он. То есть, считается, что репрезентативны только цены, определяемые таким способом.

Но, к сожалению, в рамках такой технологии (двойного встречного анонимного аукциона) невозможно организовать эффективный рынок, располагающий многообразием продуктов. Для того чтобы придать небиржевым продуктам биржевой статус, каждый раз требуются другие серьезные подходы к организации биржевых торгов и серьезные технологические разработки.

Весь мир сейчас сталкивается с этой проблемой.

Существовали оптимистические ожидания, что после кризиса на бирже существенно больше рыночных агентов станут совершать операции.

Но де-факто этот процесс далеко не лавинообразен. Большинство продуктов по-прежнему остается внебиржевыми. Самый простой пример — волнение по поводу роли в кризисе кредитно-дефолтных свопов, credit default swap (CDS), и возникшие после этого решения ввести клиринг на этом рынке.

Все ведущие биржи и клиринговые дома бросились запускать системы клиринга CDS. Одна организация объявляла, что запустит такую систему через месяц, вторая рапортовала, что справится еще раньше. Но системы, которая стала бы стандартом, нет до сих пор.

Построить систему, которая обеспечит в этом случае необходимый уровень гарантий, очень сложно.

— Надо ли вводить клиринг на рынке CDS в принципе?

Целесообразно разрабатывать систему клиринга. Равно как и любые другие продукты финансового рынка.

В этом отношении рынок CDS на западе аналогичен российскому рынку репо.

В Америке катализатором кризисных проблем, как мы знаем, были CDS, а в России — операции репо. Но принцип у этих разных инструментов один и тот же: «плечо», которое получает участник внебирже-

вого рынка, во-первых, ничем не регулируется, во-вторых, может быть огромным, а в-третьих, никто не видит его истинный размер. И в ситуации, когда возникает одиночный дефолт, он затем по цепочке распространяется на всех участников.

Но, когда в схему включена централизованная система клиринга, никакой цепной реакции не возникает. Дефолт одного участника не распространяется на остальных и не вызывает волну неисполнения обязательств по сделкам. Проблема локализуется на уровне взаимоотношений одного участника торгов и централизованного контрагента.

С другой стороны, ни один центральный контрагент не будет строить взаимоотношения со своими клиринговыми членами просто на основе взаимных лимитов.

Почему крупные банки предпочитают сделки OTC биржевым операциям? Потому что внебиржевые схемы дешевле, они не требуют внесения обеспечения. Внебиржевая схема в принципе работает иначе: банк Merrill Lynch доверяет, условно говоря, банку Lehman Brothers, в рамках определенного лимита. И в этом лимитированном диапазоне совершает с ним необеспеченные сделки.

Ни один клиринговый центр на таких принципах работать не будет. Потому что это противоречит идее клиринга в принципе. При централизованном клиринге определенное обеспечение обязан внести любой участник, и в случае его дефолта оно будет использовано на покрытие разрыва.

Кроме того, клиринговый центр не несет никаких рисков с точки зрения своих активных операций. Сфера его ответственности четко определена, и риски связаны только с деятельностью в этой сфере. Он не может стать в позицию против рубля, или против доллара, или против другой валюты, что повлекло бы за собой неисполнение других обязательств. В этом состоит отличие принципов работы ССР от деятельности инвестиционных банков, у которых бизнес диверсифицирован, и проблемы могут возникать в разных сегментах рынка.

Поэтому сама идея клиринга — здравая и необходимая. Необходимо клиринговать как можно больше различных инструментов.

Но организовать клиринг на рынке CDS не очень просто. Здесь существенен не вопрос «зачем», а вопрос «как»?

— А в чем закавыка — в технологиях, в требованиях к наличию определенного объема капитала?

— В отношении CDS дело не в технологиях, и даже не в капитале. Ни один клиринговый центр не может иметь такой капитал, чтобы покрыть в этом сегменте рыночные риски по всей позиции. Это невозможно в принципе.

Дело в том, что все классические системы маржирования строятся, так или иначе, на оценке волатильности рынка. И размеры обеспечения выставляются в соответствии с этой оценкой. Проблема рынка CDS заключается в том, что на нем — бинарная система неисполнения обязательств.

Что случилось с Lehman Brothers?

Он стал банкротом за один день. У клирингового центра в этой ситуации в моменте возник бы огромный объем обязательств, очевидно не покрытых, в отношении которых неясно, как их регулировать. Как понять, что Lehman Brothers может стать банкротом? Никаких систем оценки в данном случае не существует. Если бы они существовали, не были бы изобретены CDS.

То есть, нужна методика корректного расчета рисков по таким продуктам, волатильность которых может меняться предельно резко. Над этой задачей все и бьются.

Скачкообразное изменение цены может возникать и в других случаях. Скажем, если торги останавливались, то после их открытия рынок начинает работу уже на новых уровнях, не на уровнях закрытия. Но все-таки остановка торгов — процедура нестандартная. Кроме того, в этом случае скачки цен могут составлять 10–20 процентов, в крайнем случае, 30 процентов.

Размер обязательств может быть сопоставим со стопроцентной стоимостью активов. Но клиринговый центр не может требовать стопроцентного исполнения обязательств, поскольку проведение таких операций лишено экономического смысла.

И мы видим, что не так просто решить подобного рода проблему.

— К чему же тогда привело послекризисное осознание того факта, что биржа боле надежна, нежели рынок OTC?

— Во время кризиса мы выиграли в том, что в РТС серьезно диверсифицировалась линейка ликвидных инструментов на рынке производных. Скажем, мы стали лидерами не только в торговле фьючерсами на ценные бумаги, но и фьючерсом на рубль/доллар.

Существенно вырос интерес к проведению такого рода сделок. А та диверсифицированная клиентская база, которая у нас есть, позволяет участникам переключаться с одних продуктов на другие. И вызывает всплеск интереса к продуктам, которые актуальны именно сейчас.

То есть, возникает синергия ликвидности, которая является нашим преимуществом и дает возможность внедрять новые продукты.

Это относится не только к рынку FORTS, но также к рынку RTS Standard.

Мы видим задачу РТС в том, чтобы на каждом этапе развития рынка технологии и продукты РТС наиболее соответствовали реалиям рынка и потребностям участников рынка. Для нас принципиальна именно точная реакция на потребности рынка, оценка того, что на нем наиболее востребовано сейчас или, что еще более важно, будет востребовано в будущем.

Скажем, фьючерсы на индекс РТС стали ликвидными в тот момент, когда у участников рынка возникла серьезная потребность в хеджировании рисков, связанных с инвестициями в Россию. К лету прошлого года объемы позиций, открытых в Индексе, выросли очень резко. Это говорило о том, что участники начинают хеджироваться все больше и больше.

Это показывает, насколько важно, чтобы продукт уже существовал к тому моменту, когда рынок ощутит в нем потребность.

Поэтому мы постоянно пытаемся делать абсолютно новые продукты. Хотя, может быть, не все вначале верят в их успех.

Какие-то продукты не получают должной ликвидности, той, которую мы бы ожидали. Скажем, фьючерсы на процентные ставки. Во всем мире это грандиозный рынок, превышающий все остальные сегменты деривативного рынка, способный занимать более 50% рынка деривативов. В России мы пытаемся развивать этот рынок несколько лет, и пока успехи не очень велики.

Но мы верим в то, что рано или поздно потребность в этом продукте начнет расти.

Примерно такая же ситуация была с фьючерсом на индекс РТС. Попытки создать индексный контракт предпринимались нами на протяжении нескольких лет. Мы перепробовали несколько вариантов, которые «не шли». Но в результате получился крайне успешный продукт.

Нашей миссией является поиск продуктов, нужных участникам рынка, оценка перспектив развития рынка и предложение рынку того, в чем он ощущает потребность.

РТС — биржа, которая формирует российский рынок.

Она создана участниками рынка и для участников рынка. Еще со времен своего создания, с 1995 года, она выполняет эту миссию. Это крайне важная задача, которая позволяет развиваться и совершенствоваться российскому финансовому рынку в целом.

Запуск любого нового продукта – это, в том числе, выявление проблем, связанных с регулированием, с законодательством, с налогообложением. Если бы мы не двигались вперед, то эти проблемы не выявлялись. И в конечном итоге, не решались. Потому что сложно представить себе ситуацию, в которой сначала появляется грамотная, эффективная система регулирования рынка, а потом уже сам рынок.

В реальности все происходит ровно наоборот. Рынок формируется, на нем выявляются проблемы, появляется опыт использования продуктов и инструментов,

а потом уже под это подстраивается соответствующая система регулирования.

То же можно сказать относительно налогообложения операций с деривативами. Если бы эти операции не стали осуществляться, то не появилось бы и понимания того, как должна быть выстроена для них система налогообложения.

— С помощью каких технологий вырабатывается активный креатив?

— Наше преимущество — наличие сильной, молодой, амбициозной команды. Но тут принципиально важна сама установка. Надо правильно понимать, для чего работает биржа?

Биржа — это инфраструктура, которая должна помогать участникам рынка делать бизнес. Как только начинаешь думать с этой точки зрения, все решения выстраиваются правильно.

Умных людей на рынке много. Но важно не просто думать, а думать в правильном направлении. Правильно — это когда ставишь задачу улучшить условия работы для участников рынка, анализируешь их потребности, следишь за рынком. Причем просто запереться в кабинете и что-то выдумать невозможно.

В РТС уникальная система контакта с участниками рынка, которой мы очень дорожим. Эта обратная связь нарабатывалось годами. То, что она существует — для нас серьезный плюс.

— Вы могли бы назвать лучшие биржевые проекты 2009 года?

— Анализировать все, что происходит в мире, сложно. Оценки субъективны, статистика запаздывает.

Но если говорить только о России, то, с моей точки зрения, вполне определенным технологическим прорывом на российском рынке является проект RTS Standard.

Важен даже не сам факт успеха РТС, а то, что торговая инфраструктура российского рынка двинулась от торгов со 100% преддепонированием в сторону того формата торгов, который наиболее распространен в мире.

Велосипед удается изобрести редко. То, что наиболее востребовано в мире, то и свидетельствует об удобстве для участников рынка. Другое дело, что никогда нельзя просто взять готовую модель бизнеса и перенести к себе.

Нельзя точно скопировать, скажем, модель Чикагской биржи. Просто потому что Москва — не Чикаго.

Но анализировать опыт и идти туда, куда идет остальной мир, необходимо. Кризис прошлого года всем наглядно показал, в чем заключаются ограничения системы со стопроцентным депонированием.

РТС несколько раз подходила к проекту торгов с расчетами T+n. У нас запускался анонимный классический рынок (правда, с расчетами в валюте), но на этот сервис не было спроса.

— Почему не было спроса?

— Никакой проект нельзя развить, если его потенциальные участники не прикладывают к этому усилий. Для усилий же нужна внутренняя мотивация. Проекты движет не теоретическое знание о том, что определенный формат торгов хорош. А ясное понимание того, каким именно образом этот формат может решать конкретные бизнес-задачи.

До сентября 2008 года большинству участников российского рынка торговать с полным преддепонированием было хорошо и комфортно. Да, при этом приходилось платить за фондирование посредством проведения операций репо. Но плата была не соизмерима с усилиями, которые следовало развить, чтобы перейти на новый формат.

Но в сентябре прошлого года большое число участников оказалось на грани катастрофы, потому что у них остановился бизнес. Дело заключалось не в том, что они потеряли определенное количество денег.

Нет, произошел локальный коллапс бизнеса. Это касалось всех: крупных брокеров, имеющих западных клиентов; интернет-трейдеров.

Потому что в какой-то момент рынок репо просто закрылся. Вот тогда все поняли, что торговать со 100 % преддепонированием невозможно. Не потому что это дорого. А потому что закрывается сама возможность совершать операции.

Я хорошо помню ноябрь прошлого года. На фоне ощущения, что произошла катастрофа, и родилась идея рынка RTS Standard.

Мы стали думать о том, что можем сделать в этой ситуации, причем сделать быстро и так, чтобы затраты участников на вхождение в новый рынок были минимальны. Ведь год назад почти никто не имел возможности инвестировать в инфраструктуру.

В тот момент мы поняли, что имеем почти все необходимые для нового проекта наработки. У нас уже была система клиринга (на рынке FORTS), которая буквально два месяца назад прошла через жесточайшую проверку своих качеств, и прошла ее прекрасно. У нас имелась торговая система, технология поставки (отработанная на операциях с фьючерсами), были налажены связи с участниками.

Надо было просто собрать эту мозаику в одно целое.

Процесс в целом занял у нас полгода. Сюда входило и то время, которое пришлось потратить на подготовку участников.

Идея появилась в ноябре, а технологически РТС была готова к запуску RTS Standard уже в марте 2009 года.

Но до сентября прошлого года не смотря на то, что необходимые элементы мозаики существовали, общая картинка не складывалась.

Новая передовая практика появилась на российском рынке потому, что люди поняли, зачем им это нужно.

— Довольны ли вы динамикой развития проекта?

Если честно, то такой динамики я даже не ожидал. Те цифры объемов торгов, которые существуют сейчас, мы надеялись увидеть в декабре. А увидели в октябре.

Проект развивается даже лучше наших ожиданий.

Понятно, что в мире нет ничего совершенного. Мы знаем, что проблемы есть, и работаем над их решением.В конечном

итоге, биржа работает не только для профессиональных участников рынка.

Нужно, чтобы через профессиональных участников продукт был доведен до конечных клиентов. Это сложно, но это необходимо делать.

— Доводка — это проблема технологий?

— В конечном итоге, для любого рынка проблемой №1 является проблема ликвидности.

У потенциальных участников всегда есть период, когда они оценивают новый проект с точки зрения «получится или не получится».

Я надеюсь, мы уже прошли через эту стадию ожидания. Все поняли, что проект состоялся.

В этом может убедиться каждый, кто откроет стакан котировок Сбербанка или Газпрома. Кроме того, рост объемов торгов говорит сам за себя — обороты увеличились в 9 раз.

Теперь оставаться в стороне от проекта сложно, потому что ликвидность уже есть.

— Каковы цели ваших проектов в Казахстане и на Украине?

— РТС как акционерное общество стремится повысить свою капитализацию. Поскольку у нас не производственный бизнес, то возможности его масштабирования понятны. Это организация различных форм биржевой торговли.

Наш успех в России можно масштабировать, в том числе в страны, где рынок находится на другом уровне.

Начиная наш украинский проект, мы пришли к участникам украинского фондового рынка и спросили, что им надо. Они высказали свои пожелания. Мы постарались их учесть при создании нового рынка. Проект был запущен за полгода. Для Украины это беспрецедентно, потому что рынок годами находился в стадии обсуждения проблем. Многие проекты были не реализованы. И получив поддержку от участников рынкам, нам удалось реализовать проект, который стал востребованным участниками украинского рынка.

Казахстан — проект примерно такой же направленности. Казахстанский рынок

можно улучшить, а у нас есть потенциал это сделать.

РТС становится точкой входа для инвестиций в страны СНГ, что выгодно как для российского рынка, так и для рынков наших соседних стран.

Кроме того, у российских участников есть бизнес-интересы и в Казахстане, и в Украине. Для них важно, чтобы инфраструктура в этих странах развивалась по понятным им принципам.

— Эти выходы на территорию СНГ приближают нас к реализации идеи финансового центра?

— Конечно. Кроме нас это могут сделать и OMX, которая внесет туда западные стандарты и Варшавская биржа, которая очень активно хотела заходить в Украину.

Такие попытки будут производиться постоянно, и если они реализуются, то рынок стран СНГ будет повернут не к России, а больше на Запад.

Вы несколько раз публично говорили о том, что рынок FOREX оттягивает на себя ликвидность, не вполне добросовестно конкурируя здесь с фондовым рынком. Каковы пути решения проблемы?

Пункт №1 — концентрация внимания на проблеме. Этот пункт, надеюсь, уже выполнен. Одно время казалось, что форекс существует совершенно вне поля зрения.

Проблема в том, что большинство людей, приходящих на форекс, считает, что они пришли на российский биржевой рынок, регулируемый государством. И когда они теряют деньги на форекс, у них вырабатывается стойкое неприятие любых форм биржевой торговли. Эти люди уже, скорее всего, навсегда потеряны как инвесторы. Вот что губительно.

Получив негативный опыт, они не придут на настоящий биржевой рынок. Причем количество людей, играющих на форекс, сопоставимо с количеством инвесторов российского фондового рынка.

Но фондовый рынок в конечном итоге обеспечивает приток инвестиций в реальную экономику, и с этой точки зрения приход на него частных инвесторов обслуживает экономический рост. А деньги, которые проигрываются на форекс, никакой общественной пользы не приносят в принципе.

Поэтому задачей №1 было привлечение общественного внимания к самому факту существования этого рынка.

Сам по себе форекс — не зло, он существует во всем мире. Просто это явление должно быть введено в определенные рамки. Должны быть выработаны регулятивные требования, требования к участникам и так далее.

Сейчас много внимания уделяется повышению надежности профессиональных участников фондового рынка. Это правильная тема. Но почему в конкурирующей среде (а форекс — конкурент) не существует никаких требований к капиталу?

— То есть, внимание к рынку форекс привлечено, а дальше все пойдет само собой?

Само собой ничто никогда не происходит.

Дальше нужна выработка критериев и систем регулирования. Могут быть введены либо лицензионные, либо налоговые требования. Регулирование может быть выстроено в разных плоскостях. Но важно, чтобы оно выстраивалось. Если соответствующая дискуссия будет идти, то и определенные решения будут вырабатываться.

— Вы говорили и о том, что форекс рекламируется намного более активно, нежели фондовый рынок. Сравнительная недостаточность рекламы влияет на динамику развития рынка ценных бумаг?

— Модель продвижения фондового рынка кардинально отличается от модели продвижения форекс.

К сожалению, большинство нашего населения не сознает связи между реальной экономикой и фондовым рынком. Нет многолетней традиции ивестирования как на западных рынках. Никто из нас не получал ценные бумаги по наследству. Нет мостика в сознании между потребностью в инвестировании и рынком ценных бумаг.

Нужна либо какая-то масштабная программа, которая этот мостик проложит, либо просто, чтобы физически подросло поколение, более склонное к восприятию подобного рода вещей.

Мостик, кроме того, можно проложить опосредованно — через пенсионную систему.

Существуют ведь разные пути выхода денег на финансовый рынок.

Есть прямой путь: человек сам приходит на рынок и инвестирует. Есть фонды коллективных инвестиций. Есть также пенсионные фонды. Если правильно объяснить людям, что копить на достойную старость необходимо, то эти деньги, опосредованно, также попадут на финансовый рынок.

Одна из главных проблем российского рынка ценных бумаг — слабость институциональных инвесторов. Когда в прошлом году, в разгар кризиса, западные фонды начали продавать все бумаги, то выяснилось, что покупателей на рынке просто нет.

В стакан котировок тогда было страшно смотреть. Никаких бидов не было вообще.

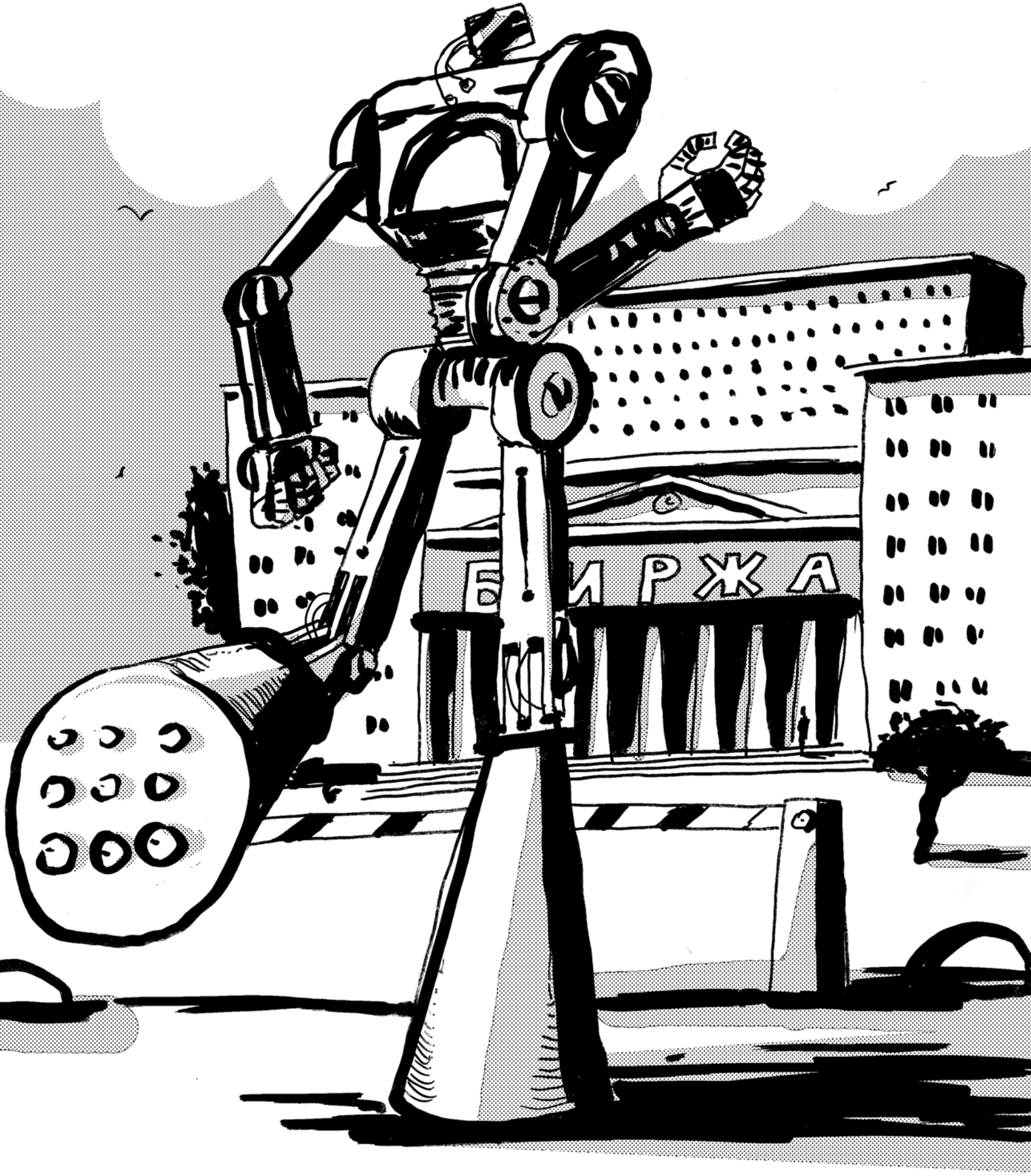
Обвал рынка в прошлом году был связан с несколькими причинами, и одной из наиболее серьезных стало именно отсутствие покупателей. Поэтому понадобилось вмешательство ВЭБа, которое стабилизировало рынок.

Наличие пенсионных фондов изменило бы эту ситуацию. Ведь пенсионные фонды должны инвестировать в любой ситуации: и когда рынок растет, и когда он падает.

У них очень длинные деньги, они гораздо меньше реагируют на краткосрочную конъюнктуру и по этой причине в состоянии обеспечить баланс спроса и предложения.

Но для этого надо последовательно, доходчиво и настойчиво объяснять людям, что они непременно должны делать пенсионные накопления.

Это также одна из задач в области повышения грамотности населения. ◻


БИРЖА

Владимир Курляндчик
директор по развитию бизнеса компании «ARQA technologies»

Гонка вооружений

В обычное время на российском фондовом рынке суммарно за день проходит более 1 миллиона 200 тысяч сделок

Владимир Курляндчик, директор по развитию бизнеса компании «ARQA Technologies», рассказывает главному редактору журнала «Вестник НАУФОР» Ирине Слюсаревой о темпах, которыми рос российский рынок биржевых технологий, о правильной инфраструктуре и о том, почему доступ на биржу одинаков не для всех.

— **Владимир, мне бы хотелось узнать, что сейчас происходит в области российских биржевых технологий?**

— В России по большому счету существует ровно две биржевые площадки — ММВБ и РТС. У каждой из бирж есть свои технологические особенности. Можно обсуждать состояние этого, условно говоря, биржевого ядра.

К ядру подключается определенное количество брокерских систем — самостоятельных технологических комплексов. Можно говорить о процессах, идущих в этой, внешней по отношению к биржам, среде.

Есть еще более удаленная часть инфраструктуры — приложения, которые подключаются к брокерским системам.

Какой из перечисленных сегментов наиболее интересен?

— **Правильно было бы поговорить о каждом из них.**

— Тогда давайте начнем с бирж.

В смысле биржевых технологий имеет смысл говорить о тех же двух площадках — ММВБ и РТС. В динамике последних 6–7 лет у каждой из них произошел технологический прорыв.

Самые впечатляющие параметры сейчас — у срочного рынка РТС. За 2-3 года количество транзакций на этой площадке выросло приблизительно на два порядка. Прошу обратить внимание — именно порядка (!). То, что РТС смогла так вырасти без остановки бизнеса — превосходный результат.

Показатели роста традиционно представляются динамикой количества сделок и заявок.

Так вот, если говорить о российском фондовом рынке, то там в обычные дни суммарно за день проходит более 1 миллиона 200 тысяч сделок. Это цифры, которыми характеризуется работа крупных фондовых европейских площадок.

— **Европейских, но не американских?**

— До Америки нам пока еще надо расти. Но следует заметить, что количество денег, инвестированных в американскую и в российскую инфраструктуры, несопоставимо. Американские брокеры и банки тратят на ИТ-обеспечение бизнеса десятки, иногда даже сотни миллионов долларов в год. Ни одна российская финансовая организация не может похвастаться сопоставимыми бюджетами.

Но с показателями европейского биржевого рынка наши результаты уже можно сравнивать.

Я назвал один показатель — количество сделок. Есть еще один показатель — скорость выставления транзакций. Если брокерская компания имеет правильно отстроенную инфраструктуру, то, скажем, при работе на ММВБ скорость выставления транзакций для нее измеряется цифрами, сравнимыми с показателями площадок уровня LSE.

Российский рынок очень быстро прошел этот путь. Еще год назад никого не пугали цифры 50-100 миллисекунд на транзакцию. Сейчас мы бьемся над тем, чтобы обеспечить (на определенных участках) скорость порядка 5–7 миллисекунд. Это значительная разница.

Надо еще учесть, что, в отличие от европейских площадок, технология отслеживания рисков в России построена на мощном претрейдконтроле. Западные площадки могут себе позволить «распараллеливать» процедуры сделок, то есть проводить операции с разными инструментами на разных серверах, и за счет этого масштабироваться.

В России такое разделение невозможно. На наших биржах сделки по всем инструментам рассчитываются через единый центр, все заявки обрабатываются в одном ядре, и процедуры при этом могут быть весьма ресурсоемкими. Скажем, на рынке FORTS реально рассчитывается гарантийное обеспечение для сложных портфелей. А, например, на ММВБ инструментов больше тысячи, и некоторые из них высоколиквидны.

Западная площадка в такой ситуации перенесла бы мэтчинг (сведение заявок), допустим, по акциям Сбербанка и Газпрома на отдельный сервер. У нас так сделать невозможно, потому что должна быть единая точка проверки всех заявок относительно позиций,

и сама процедура проверки не всегда проста.

Соответственно, российские специалисты, занимающиеся разработкой торгового ядра, находятся в более сложной ситуации, нежели их западные коллеги. Но даже так они обеспечивают сравнимые показатели.

— Почему у нас все транзакции идут через один центр?

— Так в России сложилось исторически: биржа, прежде чем выставить заявку, должна проверить обеспечение участника торгов под эту заявку.

На Западе не используются сложные способы контроля позиции участника. Зато, прежде чем участник заработает право работать в таком режиме, он должен пройти серьезную процедуру аккредитации. Правила аккредитации на западных площадках традиционно жестче, чем на российских. Не нужно забывать и о выработанной веками культуре биржевой торговли.

Думаю, что в обозримом будущем все эти различия будут стираться.

Но еще раз хочу подчеркнуть, что биржевому российскому ИТ-сообществу приходится решать чуть более сложные задачи, чем западным коллегам. И говорить о том, что оно не справляется с решением этих задач, точно не приходится.

— Каковы основные технологические проблемы российских площадок?

— Ни та, ни другая площадка сейчас не готова к популярной в последние годы теме робототорговли.

Не готовы они по разным причинам.

Но не готовы обе, это факт. И каждой бирже надо с этим что-то делать.

— Что это конкретно значит — не готовы?

— Некоторым алгоритмическим торговым системам не хватает возможностей, предоставляемых биржами.

В большей степени от этого страдает рынок FORTS, потому что там торговые роботы начали работать раньше и более массово применяются.

Что касается группы ММВБ, то там роботы наиболее активно торгуют на валютном рынке. По разным оценкам, иногда до 80% объемов сделок на валютном рынке ММВБ заключается торговыми автоматами. А в количестве транзакций доля роботов — более 90%.

В принципе, это очень высокий показатель. На традиционно автоматизированных биржах Юго-Восточной Азии он составляет порядка 30-40%.

— Следует ли отсюда вывод, что на российском рынке работают крупные участники рынка, главным образом, нерезиденты?

— Нет, не следует. Россия — страна больших талантов в части программирования. Людей, готовых писать торговые автоматы, хватает и без иностранцев.

Нам об этом известно хорошо, потому что довольно большое количество людей делает роботов на интерфейсах производства ARQA Technologies. Это просто частные лица, которые программируют, что называется, не выходя из дома. И только у них количество торговых автоматов меряется тысячами.

Другое дело, что на Западе принята не та алгоритмическая торговля, что в России.

Подавляющее большинство применяемых на нашем рынке алгоритмов критично к скорости обработки транзакций.

На Западе распространены алгоритмы совершенно другого сорта: часто ставится задача купить/продать большое количество бумаг таким образом, чтобы не вызвать серьезные «возмущения» на рынке. Определенные алгоритмы позволяют купить по средневзвешенной цене определенное количество акций, скажем, «Лукойла» за определенный срок, начиная с определенного времени.

Для таких алгоритмов время реакции биржевой системы некритично, они ориентированы на другую задачу.

В России более популярны арбитражно-скальперские операции, и именно они являются предметом забот ИТ-служб российских бирж.

— Какие еще проблемы существуют в этом сегменте рынка?

— Времена, когда можно было построить канал на биржу, подсоединить к нему торговый терминал и через него успешно работать, закончились.

Сейчас говорить о равноправном доступе на биржу — значит сильно лукавить.

Объем информации, который воспроизводится внутри биржевых систем, таков, что участник торгов должен построить «правильную» инфраструктуру. И у ММВБ, и у РТС есть для этого все необходимые компоненты. Но создание инфраструктуры стоит денег. Если брокер не инвестирует в инфраструктуру, то должен четко понимать: его заявка будет ставиться на несколько миллисекунд хуже, чем у конкурента. Рыночную информацию он тоже получит позже.

И уже могут случаться ситуации, когда эта разница выльется в заметные объемы денег.

Романтическое время, когда все составляющие бизнеса были одинаковы у всех участников рынка, закончилось. Сейчас биржевая торговля требует от участника торгов значительных инвестиций в инфраструктуру. И это затрудняет выход на рынок для молодых компаний.

В ARQA Technologies есть направление, связанное с аутсорсингом комплекса QUIK (основного продукта в линейке компании) в наших собственных дата-центрах. В последние годы на этом направлении наблюдается большой приток новых клиентов. Во многом это происходит потому, что сейчас самостоятельно построить правильную инфраструктуру очень дорого. Проще воспользоваться аутсорсингом.

Рынок будет сегрегироваться именно по этому показателю. Кто-то сможет построить правильную инфраструкту-

ру и поддерживать ее, а кто-то в этой «гонке вооружений» проиграет.

Таким компаниям придется менять модель бизнеса так, чтобы не зависеть от скорости транзакций.

— Могут ли возникнуть проблемы из-за того, что информационно-торговая система QUIK занимает большую долю российского рынка?

— Это как раз следующий уровень нашей беседы.

На следующем уровне работают очень разные по направлениям бизнеса организации. Кто-то специализируется на предоставлении услуг интернет-трейдинга, кто-то пользуется определенными технологическими решениями для организации собственной работы.

За десять лет, прошедших с момента начала работы таких систем, технологии сильно поменялись. Десять лет назад большинство трейдеров «сидело» на биржевых терминалах. Но по мере проникновения на рынок информационно-торговых систем, подобных нашей, стало заметно, что они удобнее терминалов. Как минимум, с их помощью можно работать на всех рынках с одного терминала.

ММВБ имеет пять торговых платформ, РТС — две. Трейдеру объективно удобнее работать на этих рынках с одного терминала.

По моим ощущениям, около 80% от количества сделок и приблизительно 65% от объема сделок производится сейчас не через биржевые терминалы, а через «шлюзы». То есть через системы, подобные QUIK.

Поэтому роль всех информационно-торговых платформ (не только QUIK) достаточно высока. Это «окно», через которое люди видят рынок и на нем работают. Для точности нужно отметить, что некоторые роботы работают с биржевыми торговыми системами напрямую через «шлюз».

На российском рынке существует не только QUIK, и кризис мало что поменял в этом отношении, чему я очень рад.

Долю рынка оценить трудно. Мы считаем, что QUIK занимает 75–80% рынка в разных его разрезах. По конкурирующим разработкам статистики у нас, естественно, нет.

— Это же очень много?

— Много. Но мы никогда не пытались просто продавать программное обеспечение. Мы всегда стремимся в деталях понять, в чем состоит бизнес нашего клиента, и продавать ему софт, который решает его задачи.

Для нас это не просто слова, но модель нашего бизнеса. Компания тратит большие ресурсы на техническую поддержку своих клиентов. Мы можем проигрывать конкурентам по отдельным показателям, но не по совокупности.

Доля рынка такова не просто потому, что мы сидим, такие красивые, в спокойном и технологичном Новосибирске. Для нас это огромная ответственность. Не думаю, что какая-либо другая компания проводит столько времени в консультациях с биржами, с брокерами, с технологическими партнерами. Когда речь идет о доработках, мы делаем все от нас зависящее, чтобы успеть в сроки, которые нам называет заказчик. Кроме того, надо успевать за изменением правил и регламентов бирж, постановлениями регуляторов.

Понятно, что все равно QUIK нравится не всем. Для нас это повод работать более интенсивно.

При этом QUIK – недорогое решение. В общей стоимости технологической инфраструктуры у банков и компаний QUIK — не самая дорогая составляющая. В этой ситуации, чтобы обеспечить качество и развиваться, надо иметь большое количество клиентов.

Мне даже казалось, что в какой-то момент основные конкуренты посмотрели на экономическую составляющую этого бизнеса и немного остановились в развитии. Это положение стало меняться сейчас, после кризиса.

У нас опять появились коллеги и конкуренты, это нас мотивирует.

— Это легко понять!

— На украинском рынке мы три года работали в минус. Внедряли свои решения, обучали работать на них, активно взаимодействовали с биржами. Теперь на украинском рынке один брокер работает на собственной платформе, а около 20 используют QUIK.

Сейчас туда придут наши конкуренты. Но не думаю, что украинские брокеры без серьезных оснований станут менять платформу, на которой уже работают.

— А на этом уровне взаимодействия с рынком есть технологические проблемы?

— Очень много. Из всего их спектра я выделили бы две.

Конечным пользователем программного комплекса является человек, не являющийся профессионалом в сфере операций на фондовом рынке Значительная часть этих пользователей — физические лица. Если брокер не отстраивает качественную инфраструктуру со специальными сервисами для такой категории клиентов, то использование ПО превращается для них в сложную задачу. Их собственные проблемы кажутся им проблемами софтверных решений, что далеко не так. И далеко не все брокеры готовы помогать в этом месте своим клиентам.

Другой аспект связан с тем, что для российской программной среды традиционны продукты, дающие возможность на одном торговом месте совершать сделки с несколькими биржевыми инструментами: акциями, фьючерсами, опционами, проводить сделки репо и так далее.

На Западе программные продукты специализированы: элементы пользовательского интерфейса «подгоняются» под специфику инструментов.

В России же все изначально предлагалось в «одном флаконе». Конечному

клиенту это удобно. Поэтому, добавляя новые опции, разработчик должен помнить, что клиент может захотеть их использовать на другом рынке, не на том, для которого они первоначально разрабатывались.

— Значит ли это, что иностранным разработчикам ничего не светит в России, потому что отечественные продукты более универсальны?

— Время покажет. Но, действительно, иностранным производителям ПО в России будет непросто сразу по нескольким причинам.

Типовым набором, который покупает любая брокерская компания, является биржевой рынок ММВБ + FORTS (с или без РТС-стандарт) + классический рынок РТС. Это три принципиально разных рынка, которые отличаются друг от друга кардинально, — по логике работы, по тому, какие показатели на них следует отслеживать, и так далее.

До нас иногда доходит информация о том, как небыстро идут процессы «шлюзования» иностранных разработок в российские торговые системы. С учетом того, что Россия — не самый большой приоритет в планах западных разработчиков, а темпы технологической гонки у нас высоки, все это не ускоряет процессы выхода иностранных биржевых программных продуктов на наш рынок.

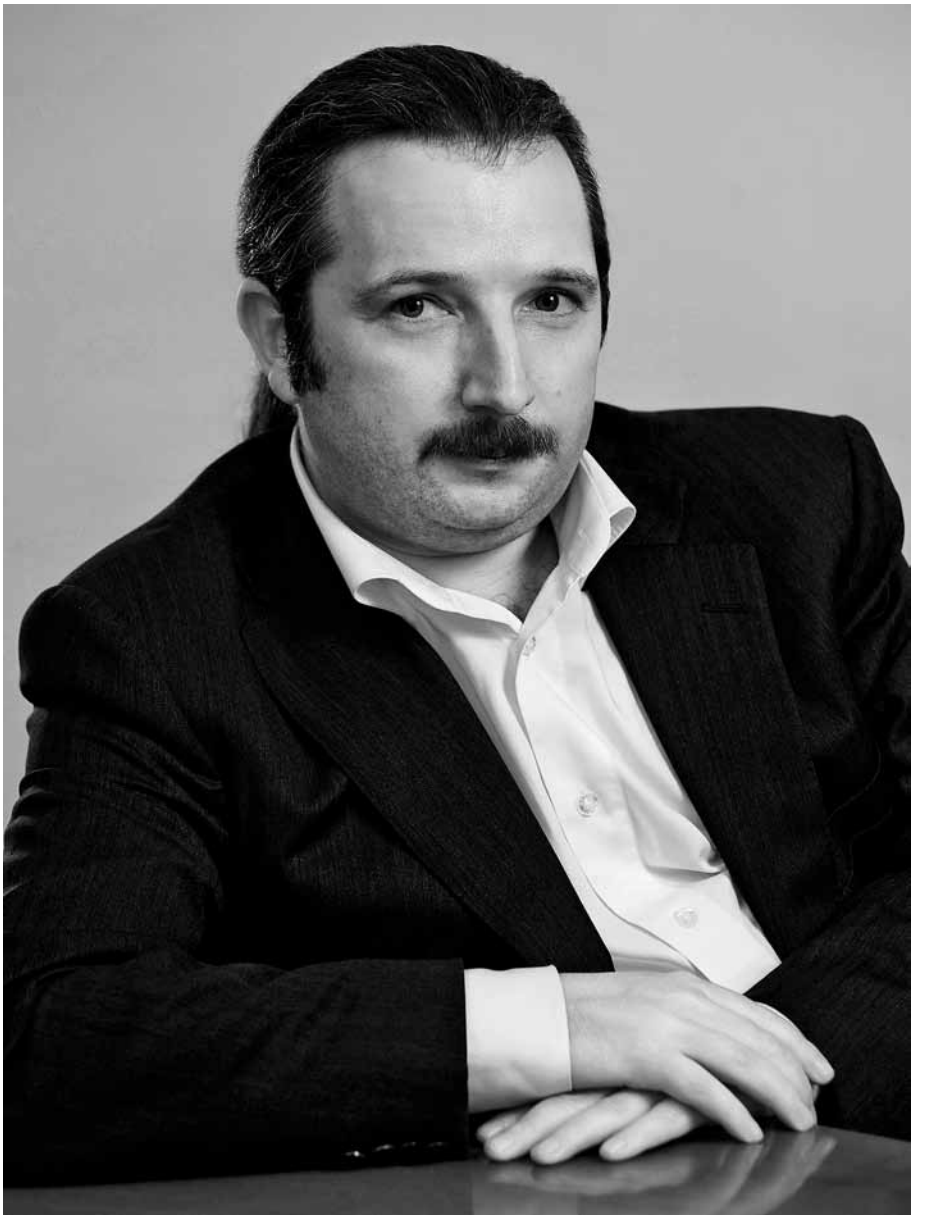
На определенных сегментах рынка западные платформы — CQG, ORC — уже есть. Но они всегда будут несколько уступать отечественным программным продуктам в скорости адаптаций к изменениям на российском рынке.

Кроме того, без русского офиса западным разработчикам тяжело понять специфику рынка.

На то, чтобы получить или наработать все эти вещи, уходят годы.

— Какие биржевые проекты в этом году вы оцениваете как наиболее интересные?

— Одним из ключевых для финансовых институтов стал в этом году вопрос лик-



видности. Количество денег уменьшилось, а их стоимость возросла. Проекты, запускавшиеся биржами, имели своей целью облегчить жизнь участников рынка именно на этом направлении. С точки зрения технологий проекты воплощались биржами по-разному.

ММВБ реализовывала проекты по увеличению объема доступной для участников ликвидности. Относительно торгового ядра они, возможно, были не самыми простыми. Но их технологическая составляющая особенной сложностью не отличалась – это в основном было добавление инструментов и новых режимов торгов в рамках стандартных технологий.

Проект RTS Standard — это другое направление, другой подход. Не берусь оценивать его биржевую значимость. Но с технологической точки зрения проект был очень непрост, причем для всех – и для биржи, и для участников торгов, и для разработчиков программного обеспечения.

С нашей точки зрения, проект был сложен в двух аспектах:

- собственно технология «шлюзования» в биржевую систему. Здесь многое пришлось переделывать, причем в сжатые сроки. К тому же технологическая разработка шла параллельно с концептуальной. В силу этого некоторые элементы переделывались несколько раз;
- еще одна сложность (для нас как разработчиков) состояла в том, что, несмотря на активный маркетинг проекта со стороны РТС, далеко не все участники рынка были готовы воспринять возможность общего маржирования спот-рынка РТС со срочным рынком FORTS как рабочую. А если хотелось иметь общее маржирование рынка FORTS со спот-рынком ММВБ, то у банков и компаний не было другого варианта, кроме как согласовывать модель рисков, возникающих при таком сценарии, с разработчиком брокер-

ской системы. Вот мы и вступили в этот период непростых поисков и согласований разных моделей управления рисками.

Частичное преддепонирование и отложенные расчеты — это, как известно, новая парадигма для российского рынка. Для того чтобы перестроиться на нее, понадобилось менять модель риск-менеджмента и реализовывать ее. Сейчас наше программное обеспечение обслуживает пользователей на рынке RTS Standard не только по той схеме, которую изначально придумала РТС. Можно работать еще как минимум по трем схемам, авторство которых принадлежит уже только нам. Их разработка заметно усложнила нам реализацию проекта.

В итоге, RTS Standard внедрялся заметно сложнее, чем проекты ММВБ этого года.

Но основные технологические проблемы биржевой торговли находятся даже не на уровне брокерской системы.

В конце концов, биржевая торговая система, фронт-офис типа QUIK — это всего лишь софт, который каждый день работает в онлайн с некоторым количеством информации. Конечно, количество этой информации постоянно растет. Но есть рекомендации, модели, настройки, которые позволяют вполне успешно решать стоящие перед фронт-офисом задачи.

Однако после того как люди поторговали, центр активности переходит в бэк-офис.

Вот здесь на российском рынке — просто беда!

Бэк-офис— основное слабое звено всей инфраструктурной цепочки. При этом конкурентская среда в этой области достаточно развита — существует немалое количество бэк-офисных систем, которые работают давно, имеют большое количество пользователей, находятся в разных ценовых диапазонах.

Но кардинально проблема состоит в том, что все это программное обеспечение перестало справляться с теми объемами сделок, которые сейчас генерируются рынком. У ведущих ритейловых брокеров нормальным считается количество сделок порядка 350 тысяч в день. Тысяч! Из-за этого некоторые крупнейшие российские брокеры вообще не используют имеющийся на рынке софт. Они эксплуатируют системы, разработанные внутри компании, и их собственные программисты постоянно занимаются оптимизацией этих систем.

Довольно большое количество брокеров имеет чуть меньшее количество сделок, от 50 до 100 тысяч в день. Но и у них возникают уже серьезные сложности. Абсолютное большинство готового программного обеспечения, которое можно купить у разработчиков, с такими объемами либо не справляется, либо справляется очень плохо. Причем внедрение любой новой опции на типовой платформе приводит, как правило, к ее заметному утяжелению и, как следствие, падению производительности.

Из года в год эта проблема лишь обостряется.

Наша компания несколько лет назад обнаружила, что с разработками ПО для бэк-офиса не все гладко и занялась разработкой программного обеспечения для бэк-офиса. И хотя мы не являемся брендом в этой теме (в отличие от брокерских систем), но считаем задачу принципиальной и важной.

Объективно это сдерживающий фактор для фондового рынка страны в целом.

Внедрение того же RTS Standard не шло внутри инвестиционных компаний и банков во многом потому, что им пришлось адаптировать систему внутреннего учета под этот рынок. А эта система, после многих лет преддепонирования и маржинальной торговли, оказалась идеологически не готова к восприятию новых стандартов.

По моим ощущениям, даже те брокеры, кто уже работает RTS Standard, продолжают «подкручивать» именно системы внутреннего учета.

На уровне бэк-офиса, мне кажется, мы пока еще не соответствуем европейским стандартам. Это одна из основных болевых точек индустрии, и пока что проблема еще далека от решения. ◻

Иштван Лендьел
генеральный секретарь Банковской ассоциации Центральной и Восточной Европы (BACEE)

Деньги решают не все

Банковский дефицит имеет не денежную природу. Сегодня самыми ценными для финансовой системы активами, возможно, являются стабильность и доверие

В идеальном варианте банк — это надежный партнер. Он сопровождает клиента с момента его финансового взросления и далее всю жизнь. Но такой имидж банка следует целенаправленно формировать. Для этого надо развивать финансовую грамотность населения, вкладывать в это большие деньги.

Мировой финансовый кризис продолжается. И ситуация пока такова, что порождает больше вопросов, чем ответов.

Полагаю, что в целом банки Центральной и Восточной Европы успешно справились с первой фазой кризиса.

Кроме Казахстана, ни в одной из этих стран не наблюдался полномасштабный банковский кризис. Такой проблемы, как отрицательный совокупный капитал банковской системы (что характеризует нынешнюю ситуацию в Казахстане), больше нигде не возникло.

На Украине ряд банков столкнулся со значительными проблемами, но при поддержке государства они выживут. В других странах совокупная прибыль банков сократилась, часть банков работает убыточно, но к появлению системных проблем это все-таки не привело.

Кризис продолжается

Тем не менее мировой финансовый кризис продолжается. И ситуация пока такова, что порождает больше вопросов, чем ответов. Начну с того, что опишу несколько конкретных случаев, которые, на мой взгляд, наглядно показывают, в каких направлениях произошли наиболее серьезные изменения.

Первый пример. В Голландии национализирован DBS Bank (частное кредитное учреждение с активами около 8 млрд евро, входил в десятку наиболее крупных банков страны). В середине октября Центральный банк Нидерландов сообщил, что взял DBS под свой контроль после того, как попытки привлечь к его спасению консорциум из пяти крупных банков не увенчались успехом.

Кстати, DBS Bank довольно долго проработал на финансовом рынке, он был основан в 1975 году. Почему же он не смог пережить кризис?

DBS Bank выдавал ипотечные кредиты. Делал это дорого и не в самой приятной для клиентов манере. Заемщики объявили ему бойкот, стали отзывать

В этой статье:

Банковские проблемы в условиях финансового кризиса.

Макроэкономическая политика и устойчивость банковской системы.

Формирование среды, обеспечивающей развитие банков.

Банковская система будущего.

свои депозиты. Отток денег принял лавинообразный характер, и в результате банк уже ничто не смогло спасти.

Думаю, до кризиса подобное было невозможным. Случай с DBS Bank ярко демонстрирует, что доверие клиентов к банкам сейчас находится на очень низком уровне.

Другой поучительный пример — судьба крупнейшего казахстанского банка БТА. У банка имелись проблемы, в связи с которыми правительство провело его национализацию и намеревалось провести реструктуризацию обязательств. Но 14 апреля банк Morgan Stanley, не согласившись на реструктуризацию, выставил требование о досрочном погашении долга. 30 апреля два акционера «БТА Банка» (один из них — Morgan Stanley) подали иск против Республики Казахстан на 1,5 млрд долларов каждый.

Несговорчивость Morgan Stanley объяснялась тем, что он являлся держателем CDS на «БТА Банка» и в случае дефолта последнего получал 100% от суммы страховки. В такой ситуации Morgan Stanley предпочел обанкротить «БТА Банк» и получить деньги. Полагаю, что подобное поведение банковской организации тоже не могло быть возможным до кризиса.

Приведенные мной примеры свидетельствуют о том, что кризис глубоко изменил мир, в котором мы живем. И эти изменения требуют адекватных ответов. В частности, приобретает острую актуальность вопрос: на каких принципах следует строить новую банковскую систему?

Регулирование и регулирование

Но прежде чем говорить о базовых принципах банковской системы будущего, замечу, что «БТА Банк» — не первый случай, когда использование credit default swap приводило к печальным последствиям. Дефолт General Motors тоже произошел, похоже, в том числе из-за схем с использованием CDS.

Вопрос о регулировании credit default swap стоит очень остро, поскольку их объем в докризисный период превышал объем кредитов, выданных банками, приблизительно в пять раз.

Однако регулирование CDS — не единственная проблема регулирования финансовых рынков вообще. Я считаю, что, несмотря на активное обсуждение уроков кризиса и работу различных международных форумов (в том числе в формате G20), в плане изменения правил регулирования пока достигнуто очень мало. Основные проблемы не затронуты и необходимые изменения не произошли.

Говорить только о регулировании банков в условиях «дезинтермедиации», то есть снижения относительной роли банков как финансовых посредников, когда доля банков в финансовых активах США составляет лишь 20%, явная ошибка.

До кризиса была создана громадная «параллельная банковская система», которая занималась банковским бизнесом, но практически без регулирования. Активы одних только money market funds, которые в США десятилетиями служили альтернативой банковским депозитам, по объему приблизились к совокупным активам десяти крупнейших американских банков.

Я считаю, что следует серьезно заняться регулированием рынков. Базель-2, несмотря на то, что это соглашение является значительным шагом вперед, все же не соответствует текущим условиям финансового кризиса.

По сути, Базель-2 говорит крупным банкам: ваша деятельность настолько сложна и уникальна, что степень ее рисков можете определять лишь вы сами, регулятор не в состоянии это делать, он только может давать банкам разрешение на использование их собственной модели контроля рисков.

Отсюда возникает вопрос: насколько способны сами банки управлять рисками? Насколько эффективны их модели контроля рисков? О качестве некоторых из этих моделей свидетельствует тот факт, что события, которые (согласно моделям) должны были произойти раз в 12 миллиардов лет, случились через 2–3 года после выхода модели.

Альтернативой этой системе может быть восстановление «старой» модели надзора, которая работала в Банке Англии до реформы системы надзора в 2000 году. Эта модель базировалась на тщательном анализе деятельности

отдельных банков, на частых контактах между надзором и руководителями банков. Главной целью той модели надзора было исчерпывающее понимание риск-профиля банков — чем они занимаются, как получают прибыль. Такая система исключает возможность возникновения ситуации, в которую попал банк Northern Rock, который за короткое время из среднего регионального банка стал одним из крупнейших в Англии и еще за несколько месяцев до краха был ведущим банком на рынке ипотечных кредитов. Но никто не задал вопрос — как это стало возможным?

Вторым направлением изменений в регулировании могло бы стать ограничение размера и/или рыночной доли банков, а также введение ограничения на соотношение активов и собственных средств без учета предполагаемой рискованности активов.

Новая банковская реальность

Но изменений регулирования недостаточно. В целом, как уже было сказано, после кризиса приобретает острую актуальность вопрос: на каких принципах следует строить банковскую систему? Одной из важнейших предпосылок этого процесса является, на мой взгляд, адекватная макроэкономическая политика.

Обоснование и разъяснение этой мысли начну опять с примера.

В Венгрии в 2008 году произошел валютный кризис. Все началось с того, что один блоггер разместил на своей странице пост под названием «Станет ли Венгрия следующей Исландией?». Экономика Венгрии, действительно, давала поводы для беспокойства: в ней имел место дефицит государственного бюджета и проводилась не вполне адекватная макроэкономическая политика. Но кризиса все-таки не наблюдалось. Однако в наше время интернет имеет большую власть над умами. Мнение неизвестного блоггера перепечатала влиятельная газета, после этого идея стала активно обсуждаться в публичном пространстве. Рынки проснулись — и начали атаку на форинт.

Для стабилизации ситуации понадобился кредит от Всемирного банка, ЕБРР и МВФ объемом 20 млрд евро (это, кстати, больше, чем та сумма, которая понадобилась Соросу, чтобы обрушить британский фунт). Ситуация разрешилась в итоге достаточно благополучно.

Но все-таки, если бы макроэкономическая политика Венгрии была более адекватной, угроз бы не возникло в принципе.

То, что это могло быть именно так, иллюстрирует другой пример — Хорватия. Опыт Хорватии достоин изучения. Еще пять лет назад денежные власти страны ограничили прирост кредита. Если банк пытался существенно увеличить объемы кредитования, то регулятор заставлял его образовывать резервы в таком объеме, что кредитование уже теряло экономический смысл. В итоге в 2008 году прирост капитала в банковской системе Хорватии составлял 15%.

В Хорватии 80% банковской системы составляют западные банки, в основном австрийские и итальянские. Но национальный регулятор смог заставить их соблюдать рекомендованные им правила работы. В итоге в период кризиса хорватские банки не просили у государства стабилизационные кредиты — они сами давали их государству.

Для меня очевидно, какая макроэкономическая политика является более ответственной.

Не только экономика

Что еще следует обеспечить, если мы действительно хотим строить прочную банковскую систему?

Очень важный вопрос — наличие внутренних сбережений. Одна из основных проблем стран Восточной и Центральной Европы (в какой-то мере также СНГ) — это низкий уровень внутренних сбережений. В странах этого региона не происходит внутреннего накопления капитала, поэтому не возникает «длинных» денег.

Нынешняя модель, когда банки выдают кредиты за счет привлеченных средств, не помогает решить проблему отсутствия «длинных» денег. Таким путем денежные ресурсы не накапливаются, а, напротив, уходят из страны.

Поэтому банкам надо быть немного более осторожными и думать об известных ограничениях кредитования (как в Хорватии), особенно при кредитовании населения. Показатель объема выданных кредитов относительно депозитов не должен превышать определенных пороговых значений.

Но во всех странах Восточной Европы (кроме Чехии, Словакии и Албании) этот показатель больше 100. Это означает, что в каждом из государств есть проблемы привлечения ресурсов внутри страны.

Следующая предпосылка — неэкономическая. Важно, чтобы национальное законодательство было «дружелюбным» по отношению к банкам. Суды

Нынешняя модель, когда банки выдают кредиты за счет привлеченных средств, не помогает решить проблему отсутствия «длинных» денег. Таким путем денежные ресурсы не накапливаются, а, напротив, уходят из страны. Поэтому банкам надо быть немного более осторожными и думать об известных ограничениях кредитования.

Важно, чтобы национальное законодательство было «дружелюбным» по отношению к банкам. Суды должны защищать интересы банков, противодействуя заемщикам, небанковским конкурентам и государственным органам.

должны защищать интересы банков, противодействуя заемщикам, небанковским конкурентам и государственным органам.

Почему надо защищать банки от заемщиков, понятно. Следует охранять право собственности и в тех случаях, когда речь идет о собственности банка. Например, если кредит выдан под залог и не возвращен, то банк должен иметь доступ к этому залогу, и так далее.

И, само собой, хорошее законодательство является недостаточным. Нужна соответствующая судебная практика.

Перечислю коротко еще несколько необходимых, на мой взгляд, условий.

- В стране должна существовать эффективная платежно-расчетная система.
- В стране должна существовать система страхования вкладов.
- В стране следует развивать небанковские финансовые институты, которые потом будут помогать накапливать «длинные» деньги.
- Следует поддерживать развитие рынка недвижимости. Это важно для залогов. Здесь огромное значение имеет наличие единого и качественного кадастра недвижимости. Там, где единый кадастр есть, можно развивать ипотеку. Там, где кадастра нет, надо его создавать.
- В стране должны существовать кредитные бюро, рейтинговые агентства.

Достаточно важно также, чтобы в стране действовала активная банковская ассоциация.

Кроме того, банки надо беречь и охранять от несправедливой конкуренции. Заниматься банковской деятельностью должны только банки. Сейчас возникает множество технологических инноваций, в результате которых банки теряют свой бизнес. Банковские, по сути, операции теперь можно совершать с помощью новейших технологий — через мобильную сеть, через Интернет.

В такой деятельности существуют операционные риски, риски совершения незаконных операций.

Но самое главное, что банки теряют эту часть бизнеса. Их конкурентам не предъявляют требований к капиталу, они не регулируются. Подобная конкуренция несправедлива.

В идеальном варианте банк — это надежный партнер. Он сопровождает клиента с момента его финансового взросления и далее всю жизнь. Но такой имидж банка следует целенаправленно формировать. Для этого надо развивать финансовую грамотность населения, вкладывать в это большие деньги.

Надо, чтобы в результате подобной политики население страны усвоило: банк — это общественно полезный институт, надежный и долгосрочный партнер.

Хороший банк — серьезный банк

Но никто не будет доверять банку просто потому, что это банк.

Банки тоже должны нести ответственность за свою деятельность.

Сейчас распространена тенденция, которую я бы назвал «ритейлизацией» банковского бизнеса. Достаточно часто происходит превращение классического банка в супермаркет, наподобие магазина«Ашан».

Активно пропагандируется идея, что банковский продукт ничем не отличается от обычных продуктов питания, а стало быть, и продавать его может любой агент. Главное — объем продаж.

Но стремление к наращиванию объемов продаж, забвение сопутствующих этому процессу рисков может вести к плачевным последствиям.

Банк в своей работе должен опираться на классические принципы банковской деятельности: он должен знать своего клиента и не должен увлекаться инвестированием и «ритейлизацией».

Теперь уже можно сделать некоторые выводы.

Получается, что на создание банковской системы будущего должны поработать все ее участники: и сами банки, и население, и национальные регулятивные органы.

Именно таким образом, похоже, можно будет обеспечить финансовой системе стабильность и доверие. То есть именно то, чего ей сейчас остро не хватает. ◻

Виктор Коновалов
заместитель директора «Интерфакс-ЦЭА»

Сигналы волнения

По мнению аналитиков, рынкам emerging markets предстоит более серьезный спад вне зависимости от изменения ситуации в развитых странах

Российский рынок акций, несмотря на довольно мощную отрицательную коррекцию в конце октября, по итогам прошедшего месяца пока остается в тройке лидеров по темпам роста среди всех emerging markets, для которых агентство Standard & Poor's рассчитывает страновые инвестиционные индексы S&P/IFCI.

Индекс РТС по итогам прошедшего месяца вырос на 7,5%, а индекс ММВБ прибавил 3,3%.

Рост российского индекса S&P/IFCI составил за месяц 4,4%. Лидерами же по данному показателю оказались Китай (+5,4%) и Польша (+5%). Другие конкуренты России по БРИК отстали от российского рынка акций, в частности, рост фондового индекса Бразилии составил 2,7%, а фондовый рынок Индии вообще снизился на 4,6%.

Индекс РТС по итогам прошедшего месяца вырос на 7,5%, и его значение на закрытие торгов 30 октября составило 1348,54 пункта (месячный максимум — 1480 пунктов), а индекс ММВБ прибавил 3,3%, поднявшись до 1237,18 пункта (максимум — 1388 пунктов).

Ралли продолжалось

Наиболее активный рост отечественного фондового рынка пришелся на первую половину месяца, затем в течение нескольких дней рынок находился в боковом дрейфе, после чего прошла волна фиксации прибыли (последние четыре дня месяца). Формированию позитивных настроений на отечественном фондовом рынке способствовали, прежде всего, внешние факторы — рост мировых фондовых и товарных рынков на фоне позитивной макроэкономической статистики и корпоративных финансовых отчетов за третий квартал (как крупнейших мировых компаний, так и российских компаний и банков).

Начало периода публикации корпоративных отчетов оказалось на редкость удачным, несмотря на существовавшие до этого опасения — лучше ожиданий оказались отчеты за третий квартал Alcoa и PepsiCo. В США также вышла неплохая статистика с рынка труда (число первичных заявок на пособие по безработице по итогам первой недели месяца упало на 33 тыс. и достигло минимума за 10 месяцев — 521 тыс., тогда как эксперты ожидали снижения всего на 11 тыс.).

В этой статье:

Продолжающийся рост российского рынка.

Негативное влияние новостей из США на отечественные индексы.

Прогнозы движения emerging markets.

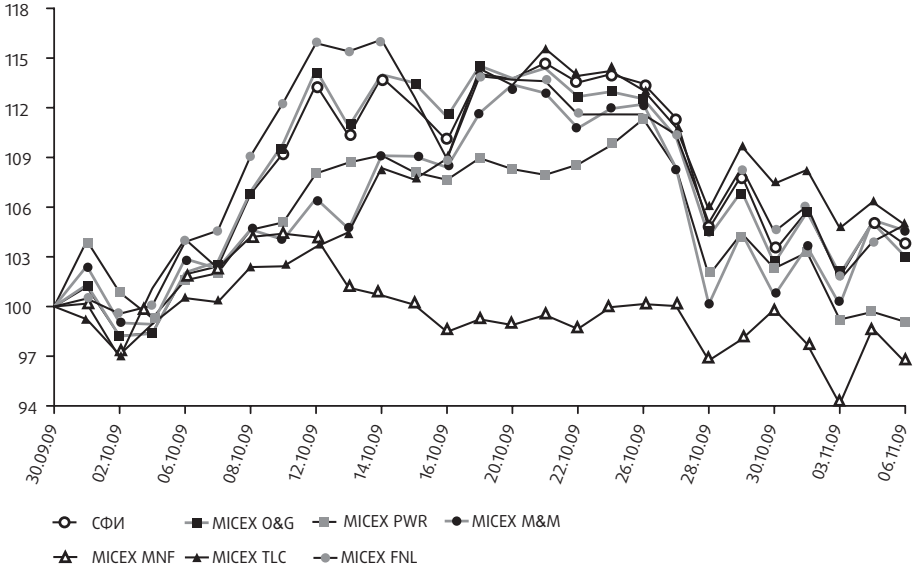
Доходность евробондов и курс рубля.

Позитивом для рынков стали также данные с рынка труда Великобритании (рост безработицы в июне-августе 2009 оказался самым медленным за год), сильный отчет американской корпорации Intel и американского банка JPMorgan, данные по розничным продажам и запасам на складах в США.

Кроме того, подорожала нефть, превысив уровень в 80 долларов за баррель WTI, после публикации данных по запасам сырья в США. Росту стоимости «черного золота» способствовало также ослабление доллара (евро поднимался выше отметки 1,5 доллара), и растущий оптимизм инвесторов в отношении перспектив мировой экономики, который был поддержан новым прогнозом ОПЕК по спросу на сырье (ОПЕК повысила прогноз мирового потребления нефти на 2009–2010 годы).

Покорение годовых вершин российскими индексами происходило также за счет закрытия «коротких позиций» спекулянтами, которые были ранее открыты в надежде на полноценную отрицательную коррекцию. Но в результате того, что на отечественный рынок продолжали поступать новые денежные средства, и фактически каждый провал цен «выкупался» новыми инвесторами, серьезного падения так и не произошло.

Рисунок. **Динамика сводного и отраслевых фондовых индексов ММВБ**



Источник: ММВБ.

По данным Emerging Portfolio Fund Research (EPFR), за неделю до 21 октября 2009 года приток капитала в фонды, инвестирующие в акции развивающихся стран, составил 4,9 млрд долларов, что стало рекордным показателем за последние почти два года. Российские фонды акций получили за этот период 450 млн долларов, что является рекордом за все время отслеживания этих данных с 2002 года.

По мнению экспертов EPFR, высокий приток средств в Россию обращает на себя особое внимание в группе развивающихся стран. Неделей раньше нетто-приток средств в РФ был 187,5 млн долларов, еще неделей ранее — 71 млн.

Приток денежных средств в фонды, инвестирующие в emerging markets, за первые девять месяцев текущего года составил в общей сложности 52,6 млрд долларов. Этот показатель близок к рекордному уровню, зафиксированному за весь 2007 год.

Краткосрочная, но ощутимая

Лишь в конце месяца российский рынок акций упал из-за фиксации прибыли инвесторами на слабой экономической статистике в США и Европе, а также отрицательной коррекции нефтяных цен на фоне укрепления дол-

лара. Локальную однодневную поддержку рынку оказали сильные данные по динамике ВВП США за третий квартал. В период с 26 по 30 октября рублевый индекс ММВБ упал на 9,4%, а долларовый индекс РТС всего за неделю потерял 7,7%.

Негативом для рынков стал, в частности, слабый квартальный отчет шведской компании Ericsson, статистика по розничным продажам в Великобритании и данные с рынка труда США (недельный рост числа первичных заявок на пособие по безработице превысил ожидания). Затем последовали слабая статистика по доверию американских потребителей (индекс доверия Conference Board в октябре упал до 47,7 пункта, ожидался рост до 53,5 пункта) и «плохие» данные с рынка недвижимости США, усилившие сомнения относительно скорого восстановления американской экономики после рецессии (продажи новых домов в США в сентябре упали на 3,6% — до 402 тыс. в годовом исчислении, при прогнозах роста на 2,6%).

Восстановление американского рынка жилья, по мнению экспертов, может замедлиться после завершения правительственной программы, предполагающей предоставление налоговых льгот лицам, впервые приобретающим жилье. Срок действия программы истекает в конце ноября, в связи с чем увеличиваются сомнения в возможности дальнейшей стабилизации рынка, учитывая рост безработицы и числа лишений прав собственности по закладным на жилье.

Кроме того, инвесторов напугало понижение Goldman Sachs прогноза увеличения ВВП США в третьем квартале до 2,7% (ранее прогнозировался рост на 3%).

В свою очередь, стоимость нефти упала до 78 долларов за баррель WTI на данных о росте запасов бензина в США (прогнозировалось снижение резервов), а также на ожиданиях увеличения квот на добычу «черного золота» странами ОПЕК на заседании в декабре.

Помимо внешнего негатива, давление на рынок в конце октября оказали новости о планах Минфина РФ и Внешэкономбанка начать распродажу акций, купленных в конце прошлого года на средства Фонда национального благосостояния, в целях фиксации прибыли.

Пик падения рынка акций РФ пришелся на 28 октября, когда индексы РТС и ММВБ рухнули за день на максимальную величину с лета текущего года.

Между тем вышедшие 29 октября предварительные данные по ВВП США оказались лучше ожиданий (рост ВВП в третьем квартале составил 3,5% при прогнозах повышения на 3,2%), что спровоцировало отскок фондовых площадок по всему миру (индекс ММВБ, опускавшийся днем в четверг к 1220 пунктам, к закрытию торгов взлетел выше 1290 пунктов).

Лидерами повышения курсовой стоимости среди ценных бумаг, прошедших листинг на ФБ ММВБ, в октябре стали акции АО «Система Галс» (+56%), «Энел ОГК-5» (+51%), группы «Черкизово» (+48%), «ОГК-2» (+35%), «Ростелекома» (рост обыкновенных акций на 33%, «префы» подорожали на 41%) и «ОГК-6» (+25%). В свою очередь группу падения возглавили бумаги банка «Возрождение» (-15,4%), «МРСК Волги» (-15,3%), группы «Разгуляй» (-15,2%), «МРСК Центра и Приволжья» (-14,4%), группы «ЛСР» (-13%), «Белона» (-12,6%) и «Аэрофлота» (-12,3%).

Лучше рынка смотрелись также привилегированные акции «Сбербанка РФ», выросшие за месяц в цене на 19%. Высокий спрос на эти акции был продиктован не какой-либо официальной информацией, а различного рода слухами и предположениями, гулявшими по рынку, в частности, возможной конвертации «префов» в обыкновенные бумаги или возможным доразмещением депозитарных расписок на акции Сбербанка.

Последняя неделя октября была негативной не только для российского рынка акций, но и стала худшей с февраля текущего года для всех фондовых рынков emerging markets. Индекс MSCI Emerging Markets, упав за пять рабочих дней на 5,6%, пережил в последнюю неделю месяца самое глубокое снижение с февраля из-за растущих ожиданий замедления мировой экономики в результате сворачивания мер господдержки.

Ралли на рынках акций, начавшемуся в марте, пришлось выдержать свое самое серьезное испытание. Окончание действия стимулов, считают многие инвесторы, может привести рынки к такому же краху, как в 1938 году, когда индексы в США после завершения действия программ господдержки рухнули на 50%.

Кроме того, в конце октября Норвегия стала первой европейской страной, начавшей ужесточение денежно-кредитной политики. Инвесторы с тревогой ожидают, что и другие центральные банки начнут ужесточение политики, что негативно повлияет на деловую активность во всем мире.

На этом фоне падали цены на сырье. В последний торговый день месяца сырьевой индекс Reuters/Jefferies, в расчет

Ралли на рынках акций, начавшемуся в марте, пришлось выдержать свое самое серьезное испытание. Окончание действия стимулов, считают многие инвесторы, может привести рынки к такому же краху, как в 1938 году, когда индексы в США после завершения действия программ господдержки рухнули на 50%.

которого входят цены на 19 биржевых товаров, потерял 2,1%.

Российский Центробанк весь месяц активно присутствовал на валютном рынке, осуществляя валютные покупки; по косвенным оценкам, объем покупки валюты за октябрь мог составить около 15 млрд долларов.

Сомнения экспертов

Резкий рост рынков акций стран с развивающейся экономикой начинает вызывать тревогу многих экспертов, и падение индексов этих стран, отмечавшееся в конце октября, может являться сигналом, вызывающим такое волнение. По мнению аналитиков, рынкам emerging markets предстоит более серьезный спад вне зависимости от изменения ситуации в развитых странах. При этом в случае ослабления темпов экономического роста в США и Европе страны emerging markets, ориентированные на экспорт в эти регионы, включая Китай и Бразилию, сильно пострадают, а их рынки акций имеют значительно больший резерв для падения.

С другой стороны, если американская экономика продолжит восстановление, то Федеральная резервная система в конечном итоге будет вынуждена повысить базовую процентную ставку. Это, в свою очередь, может привести к подъему курса доллара, что сделает инвестиции в emerging markets менее привлекательными.

Самое значительное беспокойство аналитиков также вызывают масштабы подъема фондовых рынков emerging markets. Скачок индекса MSCI EM с начала 2009 года превысил рост американского Standard & Poor's 500, составивший 18%, почти в четыре раза. При этом отношение котировок бумаг компаний из списка S&P к их прибылям составляет 23, тогда как для китайского индекса Schanghai Composite этот показатель равен 32, для южнокорейского — 32, для индонезийского — 29.

Исторически волатильность фондовых рынков стран с развивающейся экономикой была достаточно высокой. Рост MSCI EM в этом году на 63% последовал за падением на 54% в 2008 году, тогда как S&P в прошлом году снизился на 37%.

В одной связке

Рынок российских еврооблигаций в целом повторял динамику рынка акций, поскольку спрос стимулировался, в общем, одними и теми же факторами. Единственной особенностью этого сегмента рынка стала более ранняя отрицательная коррекция и фиксация прибыли по отношению к рынку акций. К концу прошедшего месяца котировки наиболее ликвидного тридцатилетнего выпуска суверенных евробондов России выросли до 111,5% от номинала (рост на 2,2%). При этом спред этих бумаг к десятилетним US Treasuries сузился почти на 55 базисных пунктов, составив в последний день месяца около 215 базисных пунктов.

Доходность отечественных бумаг снизилась с уровня 6% годовых до 5,62% годовых, в то время как доходность американских казначейских облигаций с погашением в 2019 году изменилась за месяц не так сильно (3,47% годовых против 3,31% годовых в конце сентября).

В свою очередь, российский рубль в октябре продолжил рост по отношению к доллару и евро. Таким образом, российская валюта постепенно возвращает позиции, утраченные в ходе девальвации начала года. За сентябрь-октябрь рубль вырос по отношению к доллару более чем на 9%, став лидером среди валют G20 по темпам роста с начала осени.

Курс доллара снизился за месяц на торговой сессии ММВБ расчетами «завтра» на 99,5 копейки — до 29,065 руб./долл., а евро потерял 92,25 копейки, опустившись до 42,9775 руб./евро. Бивалютная корзина снизилась по итогам октября немногим менее чем на 1 рубль — индикатор опустился к окончанию месяца до 35,33 рубля. Месяцем ранее стоимость бивалютной корзины снизилась еще сильнее — на 1 рубль 70 копеек.

Российский Центробанк весь месяц активно присутствовал на валютном рынке, осуществляя валютные покупки; по косвенным оценкам, объем покупки валюты за октябрь мог составить около 15 млрд долларов. ◻

Елена Ненахова
ассистентка кафедры «Банки и банковский менеджмент»
Финансовой академии при Правительстве РФ

Кульминация супербума

Главным долгосрочным последствием кредитной экспансии является экономический кризис

Кредитная экспансия не в состоянии увеличить предложение реальных благ. Она, скорее, способствует их перераспределению. В итоге экономический подъем не имеет под собой достаточно твердого основания. Он представляет собой, так сказать, иллюзорное процветание, поскольку не является следствием увеличения общественного богатства.

Ключевым является вопрос: могут ли кредитные деньги действительно ускорить экономический рост?

Многие эксперты сравнивают нынешний финансово-экономический кризис с Великой депрессией 1929–1933 гг. Сравнивая эти два кризиса, хотелось бы вспомнить полемику Джона Мейнарда Кейнса и Фридриха Хайека[1], которые предложили два альтернативных объяснения кризиса 1929–33 гг. и, соответственно, два альтернативных варианта выхода из него. Как известно, принят был вариант Кейнса, многие из рецептов которого используются до сих пор.

Одним из ключевых моментов расхождения между Кейнсом и Хайеком заключался в различной трактовке роли банковского кредита и кредитной экспансии, создаваемых центральными банками вкупе с коммерческими «из ничего». То есть речь шла о значении фидуциарной эмиссии, о кредитных необеспеченных деньгах и их роли в экономике.

Кейнса можно считать наиболее известным идеологом капиталотворческой теории государственного долга. Приверженцы капиталотворческой теории полагают, что кредит не только переносит, но и создает капитал (более поздние последователи данной теории считали, что кредит и есть капитал) и играет ведущую роль в развитии экономики. При этом банки в качестве коллективных кредиторов могут создавать кредит в неограниченном объеме, тем самым обеспечивая экономическое развитие.

Отсюда и рецепты кейнсианства по выходу из кризиса — государству необходимо осуществлять инвестиции, которые могут быть созданы либо посредством необеспеченной денежной эмиссии и кредитной экспансии, либо посредством осуществления внешних заимствований. По сути, кейнсианство стало научно обоснованной теорией

В этой статье:

Трактовка банковского кредита Кейнсом и Хайеком.

Австрийская экономическая шола и Алан Гринспен.

Кредитная экспансия и занятость.

«Естественный уровень безработицы» как индикатор наличия неиспользуемых ресурсов.

Кредитная экспансия и предложение реальных благ.

долговой экономики, практические рецепты которой были применены во многих странах. Одним из самых ярких примеров применения рецептов кейнсианства (а позднее и монетаризма) стала экономика США, базирующаяся на двух «китах»:

1) возможности США эмитировать в необходимых для себя количествах ничем не обеспеченные доллары, благодаря той особой роли «мировой» валюты, которую они играют;

2) суммы накопленного в США бюджетного дефицита всех уровней.

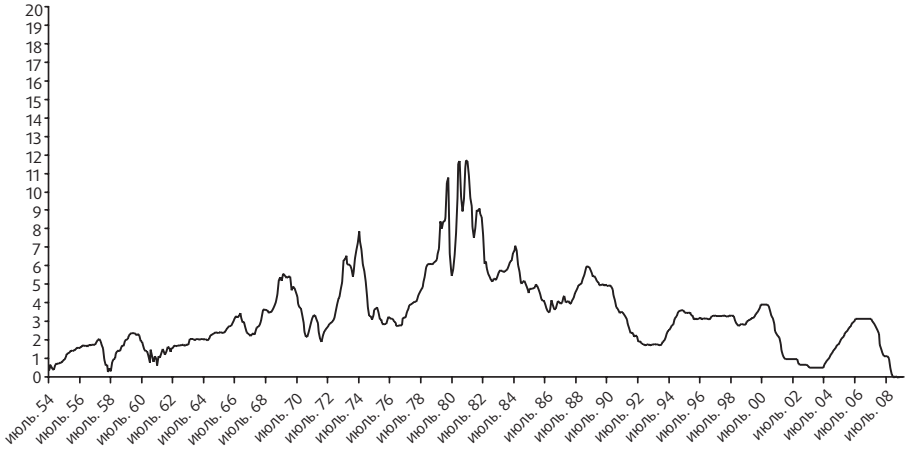
Хайек обвинял Кейнса в отсутствии у последнего теории капитала и процентов, а также в том, что из-за этого неправильно трактовались сами причины кризиса.

Для Хайека основой была теория капитала и процента, разработанная австрийской школой (О. Бем-Баверком, К. Викселлем и Л. Мизесом).

Данная теория утверждала, что рыночная система обеспечивает оптимальное распределение ресурсов во времени через изменение временной структуры капитала. «Для австрийцев решение людей сберегать было эквивалентно решению отказаться от какого-то количества товаров сегодня ради потребления большего их количества в будущем. Следовательно, сберегая, люди дают сигнал «сдвинуть» структуру производства в строну инвестиционных товаров»[2].

Таким образом, причина кризиса заключается в избыточных инвестициях, созданных искусственно центральным банком и банковской системой, путем понижения ставки процента и выпуска необеспеченных денег. По этой причине Хайек считал неизбежной «нестабильность капиталистической системы, основанной на кредитных деньгах»[3].

Рисунок 1. **Процентная ставка по федеральным фондам (federal funds effective rate) в США с 01.07.1954 по 01.08.2009 (в %)[8].**

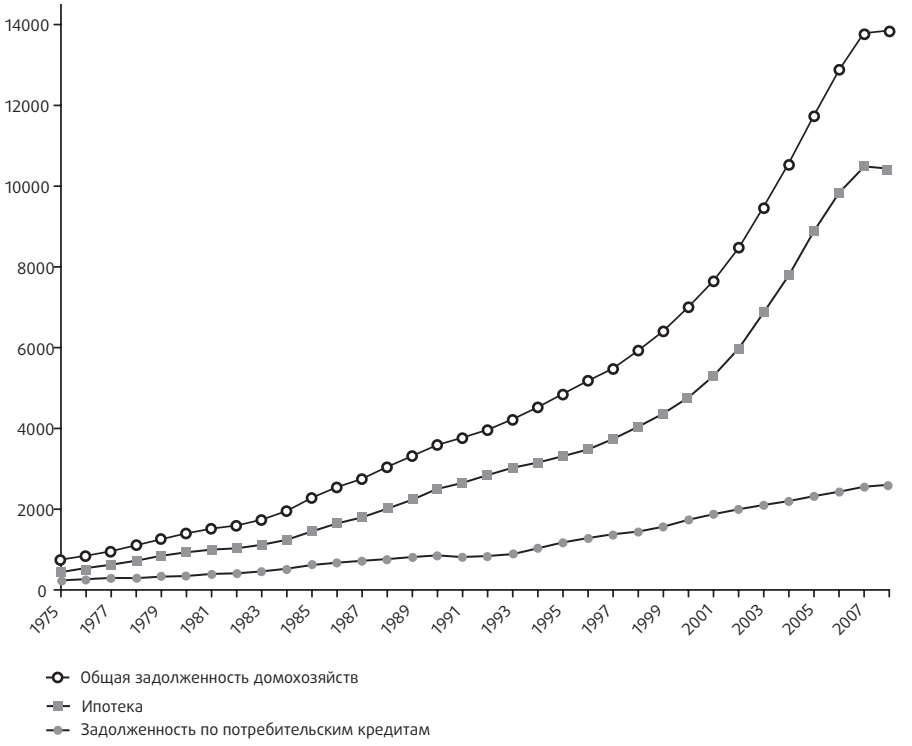


Здесь интересно отметить, что взгляды австрийской экономической школы разделял и один из руководителей Федеральной резервной системы США Алан Гринспен (конечно, когда он еще не был руководителем ФРС США). Одна из самых знаменитых статей Алана Гринспена, «Золото и экономическая свобода» (1966 г.[4]), подтверждает его приверженность взглядам австрийской экономической школы.

В 2001 конгрессмен Рон Пол из Техаса, вручив А. Гринспену «экземпляр эссе «Золото и экономическая свобода» (смысл которого был в том, что деньги, не обеспеченные золотом, – это своего рода обман публики), задал вопрос: «Вы не хотели бы добавить сюда опровержение?» — «Нет, — ответил человек, создавший больше ничем не обеспеченных денег, чем любой другой банкир в истории мира, — я недавно перечел эту статью и не изменю здесь ни одного слова»[5].

На мой взгляд, ключевым спорным моментом данных теорий (которые в

Рисунок 2. **Задолженность домохозяйств в США, 1975–2008 гг. (в млрд долл. США)** [9].



том числе объясняют динамику экономического цикла) является вопрос: могут ли кредитные деньги (созданные «из ничего», что и есть классическая фидуциарная эмиссия) действительно ускорить экономический рост?

Другими словами, эту проблему можно обозначить следующим образом: может ли «из ничего» быть создано «что-то»?

Тут возникает важный момент. Следует внимательно учитывать, в каких условиях начинается кредитная экспансия:

1) когда существуют неиспользуемые производственные ресурсы

ИЛИ

2) в условиях полной занятости (или приближенных к полной занятости).

Как известно, в любой экономической системе существуют факторы производства, которые не используются лишь по той причине, что их использование в существующих экономических условиях нерентабельно. Совершенно очевидно, что когда достигнута полная занятость и, следовательно, свободных факторов производства не существует, экономика не может расти теми же темпами, как и в условиях наличия неиспользуемых производственных ресурсов.

Здесь, на мой взгляд, следует осознать важное обстоятельство: рост денежной массы (посредством создания кредитных денег) может быть продолжен, но последствия такого роста для экономики будут совершенно иными. То есть по мере того как задействовано все большее количество факторов производства, дальнейшее развитие экономики (без серьезных технологических новаций, к примеру) становится все более и более затруднительным. При этом очевидно, что расширение какой-либо отрасли в этих условиях становится возможным только за счет сокращения других отраслей.

Таким образом, важным является вопрос о наличии или отсутствии реальных ресурсов для продолжения эконо-

мического роста, стимулируемого посредством фидуциарной эмиссии денег и кредитной экспансии банков.

Долгосрочные последствия кредитной экспансии мы можем наблюдать сегодня, следя за течением мирового финансово-экономического кризиса. По мнению известного американского финансиста и биржевого спекулянта Джорджа Сороса, «нынешний кризис знаменует окончание эры кредитной экспансии, опорой которой был доллар в качестве международной резервной валюты. Периодические кризисы были элементами более широкого процесса бумов и спадов. **Нынешний кризис — кульминация супербума**, который затянулся более чем на 60 лет»[6]. Таким образом, главным долгосрочным последствием кредитной экспансии является экономический кризис.

При этом ни для кого не секрет, что «для внешнего мира, для наблюдателя основным ограничителем … кредитной экспансии является процентная ставка, которую устанавливает ФРС»[7].

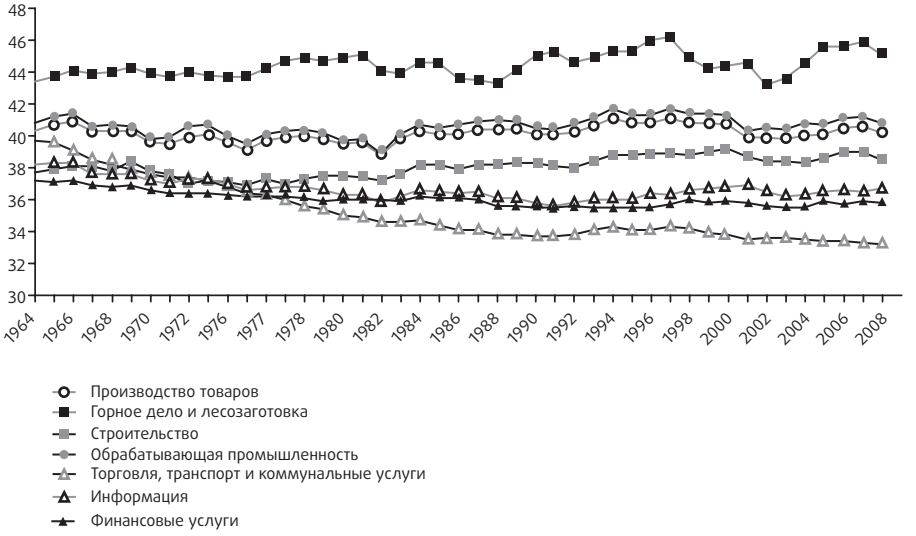
Кредитная экспансия, стимулируемая ФРС США низкими процентными ставками (рис. 1), способствовала стимулированию небывалого бума потребления в США на фоне одновременного падения нормы сбережений и роста задолженности (рис 2 и 3).

Интересно отметить, что суммарное число часов, затрачиваемое американскими гражданами на работу (в разных секторах), за десятилетия кредитной экспансии и экономического бума не сократилось, а в некоторых секторах даже выросло (рис. 4). При этом реальная понедельная зарплата по большинству отраслей перестала расти в 1970-х годах. (рис. 5). Фактически это означает, что американцам для поддержания заданного уровня жизни пришлось работать больше, и все это на фоне постоянного наращивания долгов (рис. 2).

Почему же так происходило? В каких условиях разворачивалась кредит-

Рисунок 3. **Личные сбережения как доля располагаемых доходов (personal saving rate — persent of disposable personal income)) в США[10].**

Рисунок 4. **Число часов в неделю, затрачиваемое на работу в разных секторах экономики США, 1964-2008 гг.**[11]



ная экспансия в США? Существовали ли свободные факторы производства для стимулирования экономического роста посредством фидуциарной эмиссии денег и кредитной экспансии банков?

В качестве простейшего индикатора наличия в экономике неиспользуемых ресурсов и возможности использования денежно-кредитного механизма для «разогрева» экономики, на мой взгляд, можно использовать концепцию «**естественного уровня безработицы**».

Нобелевские лауреаты М. Фридмен и Э. Фелпс в своих работах доказали, что в долгосрочном плане связи между инфляцией и безработицей не существует, и что экономика в долгосрочном периоде так или иначе придет к определенному естественному уровню безработицы вне зависимости от темпа инфляции. На практике это означает, что попытки со стороны государства снизить фактическую безработицу ниже естественного уровня приведут только к ускорению инфляции (а не к экономическому росту). Именно поэтому в научной литературе естественный уровень безработицы часто обозначают как NAIRU (non-accelerating inflation rate of unemployment — неускоряющийся инфляционный уровень безработицы).

Естественная безработица представляет собой сумму фрикционной[13] и структурной[14] безработицы.

Концепция «естественного уровня безработицы» тесно связана с вопросом оценки потенциального объема производства. Считается, что реальный объем производства при естественном уровне безработицы равен потенциальному, то есть фактический ВВП оказывается равен потенциальному ВВП, и имеет место «полная занятость»[15].

Сегодня считается, что в современных условиях в развитых странах естественный уровень безработицы составляет 5-6 %. Так, «в США, Германии и ряде других развитых стран таким уровнем считается 6%»[16]. Другие авторы дают

другой диапазон уровня естественной безработицы — «от 5,1 до 7,7%»[17].

Далее рассмотрим уровень безработицы в США и связь с динамикой изменения реального ВВП (рис. 6).

Предположим, что ситуация полной занятости отображена на уровне безработицы между 5 и 6 %.

Таким образом, на графике можно рассмотреть следующие ситуации:

1) уровень фактической безработицы (далее — $U_ф$) > 6%;

2) 5% < $U_ф$ <6%;

3) $U_ф$ < 5%.

Таким образом, в диапазоне 5% < $U_ф$ < 6% экономика США находится в состоянии полной занятости, что означает фактическое отсутствие неиспользуемых ресурсов. Если в этой ситуации понижать процентные ставки, увеличивая денежную массу, то это приведет к тому, что вновь создаваемый кредит будет способствовать перегреву экономики и развитию стимулированного бума.

Следовательно, когда фактическая безработица становится существенно ниже естественного уровня безработицы, — это один из индикаторов того, что экономика перегрета (хотя при этом в экономике может наблюдаться бум) и что вскоре в экономике возможен циклический спад. Это также означает, что экономика работает с перегрузкой — фактический ВВП превышает потенциальный ВВП. Одним из последствий является рост цен на труд как фактор производства, и соответствующий ему рост цен на готовую продукцию.

Если фактическая безработица превышает (причем чем больше, тем увереннее об этом можно говорить) естественный уровень, то это один из индикаторов того, что экономика вошла (или находится) в состоянии рецессии. Если данное превышение продолжается достаточно долго, то уже можно говорить о депрессии. Таким образом, превышение фактической безработицы над ее естественным уровнем говорит о существовании циклической безработи-

Рисунок 5. **Реальный темп изменения недельный заработной платы в разных секторах экономики США, 1964–2008 гг.**[12]

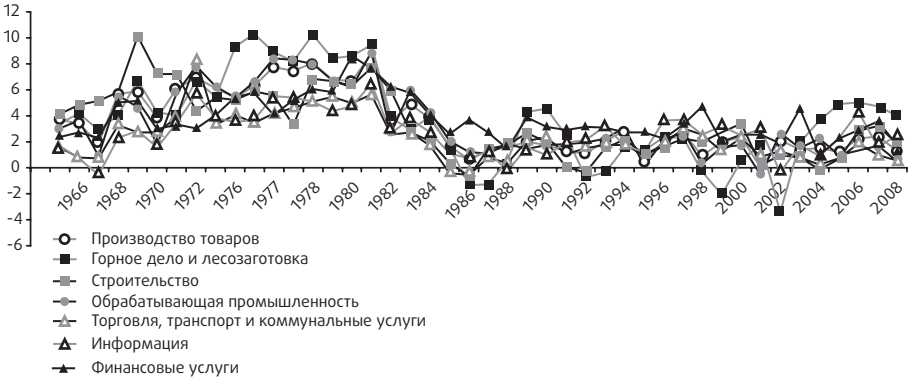
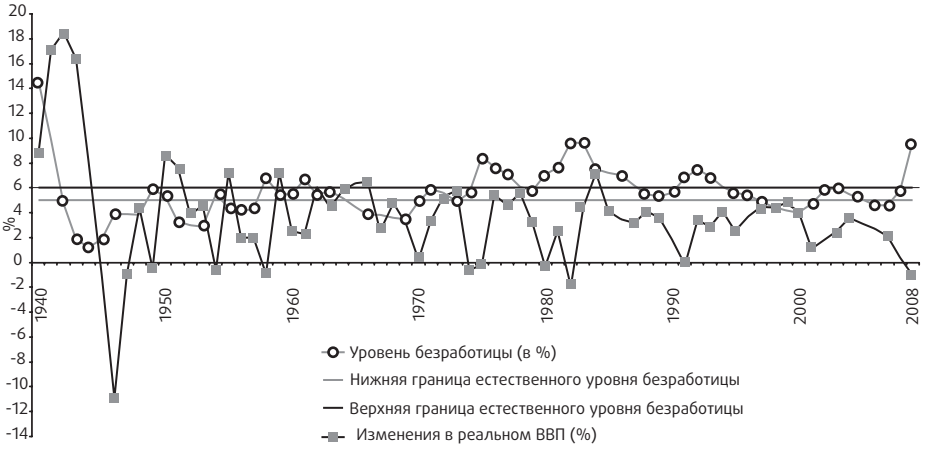


Рисунок 6. **Уровень безработицы и динамика реального изменения ВВП в США в 1940–2009 гг.**[18]



цы, связанной с экономическим спадом. Указанные зависимости (с определенным временным лагом) легко прослеживаются на рис. 6.

Главный вывод, который хотелось бы сделать, таков. Теория Кейнса и теория монетаризма не являются общими теориями, объясняющими кризис и помогающими поиску путей выхода из него. Данные теории применимы лишь к частному случаю состояния экономики, когда экономика находится в состоянии депрессии и имеет незадействованные ресурсы во всех секторах. Но рецепты Кейнса (и монетаристов) по «разогреву» экономики путем создания новых кредитов, созданных «из ничего», при падении нормы сбережений будут приводить к совершенно противоположным последствиям, как только какой-то из факторов производства в экономике становится дефицитным.

Последствия подобного «разогрева» экономики западными странами, в особенности США, мы можем наблюдать на примере сегодняшнего мирового финансово-экономического кризиса.

Не ставлю перед собой задачу однозначно ответить здесь на вопрос о причинах кризиса. Каждый кризис — это многофакторный процесс, совокупность нескольких причин, но некоторые из них являются главными, доминирующими, решающими.

Здесь хотелось бы просто отметить, что кредитная экспансия, не обеспеченная реальными сбережениями, ведет к появлению избыточной ликвидности. Именно избыточная ликвидность в экономике США и стала одной из основной причин мирового финансово-экономического кризиса, начавшегося в 2007 году. «Под влиянием избыточной ликвидности активизировался процесс формирования рыночных пузырей — искаженной, завышенной оценки различных видов активов. В отдельные периоды такие пузыри формировались на рынках недвижимости, акций и сырьевых

товаров, что стало важной составной частью кризисного механизма»[19]. При этом нынешний «кризис возник вследствие глобального дисбаланса в структуре сбережений, в использовании капитала, а также избыточной кредитной экспансии»[20]. Именно кредитная экспансия, «согласно данным межстрановых исследований, охватывавших длительные временные периоды, является одним из типичных условий финансовых кризисов»[21].

Главное последствие кредитной экспансии, проводимой государством, когда в экономике хотя бы один из факторов производства становится дефицитным, состоит в том, что «кредитная экспансия не в состоянии увеличить предложение реальных благ. Она, скорее, способствует их перераспределению. В итоге экономический подъем не имеет под собой достаточно твердого основания. Он представляет собой, так сказать, иллюзорное процветание, поскольку не является следствием увеличения общественного богатства»[22]. ◻

Примечания и комментарии

1 Письмо Хайека к Кейнсу, датированное 2 февраля 1936 года. The Collected Writings of John Maynard Keynes: The General Thereory and After: A Supplement (London: Macmillan, 1979), vol.29, p.207.; John Maynard Keynes, «The Pure Theory of Money: A replay to Dr. Hayek», Economica 11, no.34 (November 1931): 394, p. 56 in Wood and Woods, ed.).

2 История экономических учений: Учеб. Пособие / Под ред. В. Автономова, О. Ананьина, Н. Макашевой. — М.: ИНФРА-М, 2009 — с. 494.

3 История экономических учений: Учеб. Пособие / Под ред. В. Автономова, О. Ананьина, Н. Макашевой. — М.: ИНФРА-М, 2009 — с. 494.

4 Маэстро бума. Уроки Японии. Челябинск: Социум, 2003 (2-е изд. 2005) с. 3-11.

5 Ссудный день американских финансов: мягкая депрессия XXI в./ Уильям Боннер; Эдисон Уиггин; пер. с англ. Б.С. Пинскера; под ред. Ю.В. Кузнецова. — Челябинск: Социум, 2008 — стр. 192.

6 Окончание эры кредитной экспансии: худший кризис фондового рынка за 60 лет. Джордж СОРОС, председатель совета директоров Soros Fund Management. http://www.finmedia.ru/ed-menu.php?sid=4&mid=13&subid=84 (Financial Times Перевод: Inopressa.Ru).

7 Константин Корищенко. «Практика быстрого расширения кредита должна быть пересмотрена». Журнал «Деньги» № 8 (663) от 03.03.2008.

8 Построено автором на основе данных ФРС США.

9 Построено автором на основе данных Flow of Funds Accounts of the United States, Second Quarter 2009, Federal Reserve statistical release, September 17,2009.

10 Построено автором на основе данных U.S. Department of Commerce: Bureau of Economic Analysis http://www.bea.gov.

11 График построен автором на основе данных, взятых с сайта Департамента труда США U.S. Bureau of Labor (http://www.bls.gov).

12 График построен автором на основе данных, взятых с сайта Департамента труда США U.S. Bureau of Labor (http://www.bls.gov) и самостоятельно скорректирован автором на темпы инфляции в США.

13 Фрикционная безработица – это безработица, которая связана с поиском работы и ожиданием выхода на нее. Главной особенностью фрикционной безработицы является то, что работу ищут уже профессионально подготовленные специалисты, не нуждающиеся в переобучении. Главной причиной данного вида безработицы является несовершенство информации о наличии свободных рабочих мест.

14 Структурная безработица – это безработица, которая вызвана структурными сдвигами в экономике. Главная причина данного вида безработицы – несоответствие структуры рабочей силы структуре рабочих мест.

15 Хочется отметить, что в современной экономике сочетание состояния равновесия и безработицы возникает в условиях негибкости рынка труда, связанной с деятельностью профсоюзов и государственным вмешательством

16 Рубцов Л., Гагаринов В. Уровень оплаты труда и текучесть кадров: зависимость обратная // «Человек и труд», № 7, июль 2002.

17 Н.И. Никитина. Инфляция и экономический рост — стандартная модель и современная реальность // «Вестник Московского университета», № 2, апрель 2005.

18 График построен автором на основе данных, взятых с сайта Департамента труда США (U.S. Bureau of Labor) (http://www.bls.gov) и сайта Бюро экономического анализа США (Bureau of Economic Analysis) (http://www.bea.gov.).

19 А. Кудрин, заместитель Председателя Правительства РФ, Министр финансов РФ. Мировой финансовый кризис и его влияние на Россию. «Вопросы экономики», № 1, 2009.

20 Э. Рустамов. Председатель Центрального банка Азербайджана. Принципы эволюционной модернизации переходных экономик. // «Вопросы экономики», № 7, июль 2009.

21 А. Кудрин, заместитель Председателя Правительства РФ, Министр финансов РФ. Мировой финансовый кризис и его влияние на Россию. //«Вопросы экономики», № 1, 2009.

22 Людвиг фон Мизес. Экономический кризис и его причины. Перевод Гр. Сапова. Доклад, подготовленный Л. фон Мизесом для Совета немецких промышленников, был прочитан им на заседании Совета 28 февраля 1931 года. Перевод сделан с английской версии доклада, опубликованной на сайте www.mises.org 25 июля 2002 года.

Айбек Бекжанов
начальник управления по развитию исламских инструментов АО «РФЦА»

Финансирование без процента

Исламские методы финансирования прочно заняли свою нишу, доказали состоятельность и способность работать во время глобального финансового кризиса

Кризисные явления в современной экономике, затронувшие весь мировой рынок, показали, насколько неустойчивыми могут быть, казалось бы, стабильные традиционные финансовые инструменты. Ввиду сложившейся ситуации многие финансисты обратили внимание на альтернативные источники финансирования.

Одним из перспективных источников денежных средств является исламское финансирование, преимущества которого активно обсуждаются на фоне резкого снижения ликвидности традиционных инструментов. Как показала практика последних лет, именно те финансовые институты, которые вели работу на основании принципов исламского банкинга, сумели избежать значительной части рисков и проблем, приведших западное финансовое сообщество к кризису. Это подтверждается продолжающимся даже в условиях глобальной рецессии повсеместным внедрением исламских финансовых институтов.

Надежность исламских финансовых инструментов подтверждает использование их не только в Дубае, Бахрейне, Куала-Лумпуре, но и в Лондоне, Люксембурге, Париже, Гонконге, Токио.

Казахстанский рынок финансовых услуг сегодня также расширяется за счет внедрения принципов исламского финансирования.

Исторический экскурс

Несмотря на растущий интерес к исламскому банкингу, он все еще малознаком неисламскому деловому сообществу, в отличие от традиционной финансовой системы. При этом стоит отметить, что развитие исламских финансовых инструментов началось не вчера.

Если немного углубиться в историю, то еще во время так называемого Золотого исламского века формы протокапитализма и свободного рынка присутствовали в халифатах, где в VIII–XII столетиях была развита ранняя форма рыночной экономики, которую некоторые именуют исламским капитализмом. Активная

монетарная экономика была создана на основе расширяющегося обращения устойчивой высоколиквидной валюты (динар) и интеграции ранее разрозненных денежно-кредитных областей. В раннем исламском банкинге было представлено множество инновационных понятий и методов, включая первые формы партнерства, такие как товарищества с ограниченной ответственностью (мудараба), чеки, простые векселя, заем и прочие. Многие из этих понятий были заимствованы и получили дальнейшее развитие в средневековой Европе начиная с XIII века.

Первый исламский банк «Мит Гамр Бэнк» (Mit Ghamr Bank) был создан в 1963 году в Египте. В этом же году в Малайзии начала свою работу Сберегательная корпорация для паломников — финансовый институт, с помощью которого лица, желающие совершить хадж, могли накопить в соответствии с требованиями шариата необходимую сумму. В 1969 году, в связи со слиянием Сберегательной корпорации с Офисом по делам паломников, был образован Совет по управлению и накоплению средств для пилигримов (The Pilgrims Management and Fund Board of Lembaga, Urusan dan Tabung Haji), более известный как «Табунг Хаджи» (Tabung Haji).

В 1973 году был основан исламский банк развития, основной миссией которого является финансирование проектов в государствах-членах Организации исламская конференция (ОИК).

Настоящие исламские банки, у которых весь набор услуг не противоречил нормам шариата, стали появляться в середине 1970-х годов после основания в 1975 году в ОАЭ Исламского банка Дубая (Dubai Islamic Bank). В 1979 году в Судане появилась первая в мире исламская страховая компания.

По оценкам экспертов, исламский банкинг увеличивается в среднем на 10–15% в год. Сегодня в 51 стране действует около 300 исламских банков с совокупным капиталом более 700 млрд долларов. По оценкам некоторых специалистов, ожидается, что к 2013 году активы исламских банков будут стоить уже 1 трлн долларов.

Основными причинами такого бурного развития являются значительный приток нефтедолларов в мусульманских странах, обеспечивающий большое количество временно свободной ликвидности, не перенаправленной на финансирование инвестиционных проектов внутри этих стран, и интенсивное развитие финансовой инфраструктуры путем создания финансовых центров в Саудовской Аравии, Кувейте, Объединенных Арабских Эмиратах и Малайзии. Высокая ликвидность и рост качества финансовой инфраструктуры в этих странах стимулируют инвестиции свободных ресурсов в проекты за рубежом.

Более высокую ликвидность в условиях кризиса исламские финансовые инструменты демонстрируют в связи с рядом особенностей и принципов, отсутствующих в работе традиционных финансовых институтов.

Особенности и преимущества исламского финансирования

Один из главных принципов исламского финансирования — отсутствие ссудного процента, запрет на ростовщичество (риба). В понимании мусульманских теологов, деньги не являются самостоятельной ценностью, они лишь выражают стоимость других материальных активов, поэтому нельзя требовать мзду за пользование ими. Вместо кредитов партнерам исламского банка предоставляется финансирование, основанное на принципах участия банка в прибылях и убытках проекта, а также долгового финансирования. Очень важно, что отношения между сторонами строятся только на взаимном доверии и высокой двусторонней ответственности. Таким образом, обе стороны выступают в качестве равноправных участников, реализуется принцип истинного партнерства между банком и его клиентом.

Результатом реализации принципа участия банка в прибылях и убытках финансируемых предприятий является стабильность финансовых институтов, поскольку это способствует более тщательному предварительному анализу проектов банковскими учреждениями, а затем и мониторингу эффективности использования заемных средств. Таким образом, в отличие от западных финансовых учреждений, которые в последние годы выдавали средства заемщикам с повышенным уровнем кредитного риска без проведения достаточного и полного анализа такого риска, принципы исламского банкинга устанавливают строгую дисциплину, что приводит к отсутствию безответственного кредитования и позволяет существенно снизить кредитные риски.

Кроме того, выделение средств на финансирование какого-либо конкретного проекта или покупку конкретного актива

практически решает проблему нецелевого использования заемных средств. Данный факт дает уверенность, что полученные средства будут направлены в реальный сектор, стимулируя тем самым развитие экономики. В условиях экономического спада этому должно придаваться особое значение как с точки зрения развития экономики в целом, так и с точки зрения создания новых производств и рабочих мест.

Запрет на спекуляцию также помог исламскому банкингу успешно функционировать в условиях кризиса. Данный принцип имеет глубокое логическое обоснование и вменяется всем участникам экономических отношений вне зависимости от того, является он кредитором либо заемщиком. Исламская экономическая система выстраивает свои задачи и стратегии, основываясь на исламском мировоззрении и моральных ценностях, и исключает возможность конфликтов между двумя сторонами.

Таким образом, запрет на спекуляции и неопределенность сводит к минимуму спекулятивные операции с ценными бумагами, ставшими одной из причин ипотечного кризиса в США, и исламское финансирование выступает в качестве альтернативного источника, способного обеспечить потребности бизнеса в капитале и финансовых ресурсах.

В качестве еще одной преимущественной особенности эксперты отмечают отсутствие интегрированного рынка долговых обязательств, являющегося, как известно, источником нестабильности и напряженности. В качестве такового выступают так называемые «горячие деньги», которые уводятся с одного рынка и используются в инвестиционных проектах на другом. В случае обвала на одном рынке, как правило, по принципу домино то же происходит и на других. Отсутствие перепродажи долговых обязательств в исламском финансировании исключает возможность перетока денег между рынками.

В мусульманских странах в соответствии с нормами шариата существует правило «зякет», согласно которому исламские банки собирают зякет у акционеров и отдают полученные деньги бедным, то есть часть прибыли от хозяйственной деятельности выделяется нуждающимся. Одновременно допускается использование данных средств исламскими банковскими институтами на реализацию микропроектов в интересах бедных. Тем самым банки в мусульманских странах могут играть большую роль в искоренении бедности.

Кроме того, в исламском банкинге, если банк осуществляет финансирование в рамках Мурабаха, цена фиксируется на тот момент, в который финансирование было произведено, и поэтому не может быть увеличена даже в случае задержки в выплате. То есть клиент может выплачивать долг исламскому банку на протяжении длительного периода времени без дополнительных затрат, понятие пени отсутствует. При традиционном же финансировании, как известно, долг за просрочку может увеличиваться, что создает предпосылки для неустойчивости финансовой системы.

Таким образом, в качестве преимущества можно назвать особую социальную ответственность исламских финансовых институтов перед сообществом: благотворительность, борьба с бедностью, морально-этическая сторона бизнеса (в том числе беззалоговое финансирование, отсутствие штрафов, возможности отсрочки и списания долгов).

Практика развития исламского финансирования в Казахстане

Первым государством на пространстве СНГ и Центральной Азии, предпринявшим меры по внедрению исламского финансирования на законодательном уровне, стал Казахстан. Сегодняшняя законодательная база РК позволяет обращение основных исламских финансовых инструментов в стране, предусматривающих финансирование проектов, держание счетов клиентов, доверительное управление средствами клиента, выпуск исламских ценных бумаг.

12 февраля 2009 года был принят Закон Республики Казахстан «О внесении изменений и дополнений в некоторые законодательные акты Республики Казахстан по вопросам организации и деятельности исламских банков и организации исламского финансирования» (Закон), в соответствии с которым внесены соответствующие поправки в ряд законодательных актов Республики Казахстан. Внесенные поправки регулируют общие направления по созданию и внедрению условий для функционирования исламской финансовой системы в Казахстане в целом, и исламских ценных бумаг в частности, а также предусматривают создание особого режима налогообложения операций исламского банка.

Основной блок изменений, касающийся развития исламской финансовой системы, связан с Законом РК «О банках и банковской деятельности» и Законом РК «О рынке ценных бумаг». Так, Законом введены новые главы в Закон РК «О банках и банковской деятельности», регулирующее особенности создания и деятельности исламских банков, и в Закон РК «О рынке ценных бумаг», регулирующее особенности (возможности) выпуска и обращения исламских ценных бумаг.

Изменения в Закон «О рынке ценных бумаг» содержат основные принципы исламского финансирования, виды исламских ценных бумаг, их описание, ключевые возможности выпуска и обращения, также описание деятельности Совета по принципам исламского финансирования и исламской финансовой компании.

Законом установлены следующие виды исламских ценных бумаг: акции и паи исламских инвестиционных фондов, исламские арендные сертификаты, исламские сертификаты участия.

Исламские арендные сертификаты выпускаются для привлечения финансирования покупки крупных объектов, к примеру, недвижимости. Для этого создается исламская специальная финансовая компания (ИСФК), которая приобретает имущество на средства, полученные от размещения сертификатов. Это имущество сдается в аренду, и арендные платежи распределяются между владельцами сертификатов в качестве дивидендов.

Исламские сертификаты участия также выпускаются ИСФК для финансирования нового инвестиционного проекта, уже существующего проекта или предпринимательской деятельности.

Оригинатор – создатель ИСФК – участвует в проекте посредством внесения имущества и/или доверительного управления акциями специальной финансовой компании. Прибыль от реализации инвестиционного проекта распределяется между оригинатором и владельцами сертификатов.

Согласно Закону, оригинаторами ИСФК в Казахстане могут выступать исламский банк, АО «Национальный холдинг «КазАгро», АО «Фонд национального благосостояния «Самрук-Казына» и его 100%-ные дочерние организации, среди которых АО «Казмунайгаз», АО «Национальная компания «Қазақстан темір жолы», АО «KEGOC», АО «Казпочта» и др.

Созданию условий для функционирования исламских финансовых организаций в Казахстане уделяется большое внимание, в том числе в связи с тем, что это способствует повышению инвестиционной привлекательности Регионального финансового центра Алматы (РФЦА), его становлению в качестве главного финансового центра Центрально-Азиатского региона.

Уполномоченный орган финансового центра — Агентство Республики Казахстан по регулированию деятельности РФЦА — активно участвовало в разработке проекта Закона, ряд предложений был принят в ходе рассмотрения законопроекта в парламенте страны.

Меры по развитию исламского финансирования в Казахстане предпринимаются и акционерным обществом «РФЦА». Уже налажены партнерские отношения с ведущими исламскими финансовыми центрами и крупнейшими исламскими финансовыми организациями, в том числе с «аль-Хилял Банком», который создает «аль-Хилял Банк Казахстан» – первый исламский Банк в Республике Казахстан.

Также немаловажной задачей в деле развития исламского финансирования в Казахстане является повышение информированности населения об особенностях исламского финансирования и разъяснение возможностей, которые оно предоставляет. РФЦА проводит ряд масштабных информационно-образовательных мероприятий, направленных на повышение знаний казахстанцев о принципах исламского финансирования. Планируется проведение исламского форума, направленного на информирование бизнес-кругов Казахстана об основах и принципах нового для страны инструмента.

Ожидается, что внедрение в Казахстане исламского финансирования будет стимулировать деятельность предприятий через привлечение капитала и крупных мировых участников исламской финансовой индустрии для финансирования инвестиционных, крупных инфраструктурных проектов. Также в качестве перспектив мы видим развитие деятельности финансовых институтов через внедрение и повышение уровня ликвидности новых видов продуктов, развитие частного предпринимательства путем привлечения новых инвесторов.

Вместе с тем стоит отметить, что поскольку Казахстан является светским государством, исламское финансирование рассматривается в качестве альтернативы традиционным методам банковского дела, то есть за основу была принята дуалистическая модель развития.

Вместо заключения

Исламские методы финансирования, войдя в состав инструментов мирового финансового рынка, прочно заняли свою нишу, доказав состоятельность и способность работать во время глобального финансового кризиса.

Тесное сотрудничество с исламскими финансовыми институтами и заимствование опыта и механизмов их работы могут стать для экономик стран СНГ и Запада одной из мер выхода из кризиса.

Стоит отметить, что выход исламских финансовых институтов на рынки сопряжен с возрастающей конкуренцией со стороны традиционных банков, начавших предлагать продукты исламского банкинга (путем открытия «исламских окон» — отделений, занимающихся предоставлением услуг согласно нормам шариата»), трансформацией традиционных банков в исламские и появлением на рынке новых игроков. Падение цен на нефть и снижение уровня временно свободной ликвидности также могут сказаться на возможностях исламского финансирования.

Однако, учитывая серьезные проблемы с привлечением долгового финансирования на европейских и американских рынках, а также то, что ниша исламского банкинга в странах СНГ пока еще свободна, перспективы развития данного института являются вполне отчетливыми.

Для справки

Проект создания регионального финансового центра в Алматы был инициирован Президентом РК Нурсултаном Назарбаевым. Особое внимание в деле развития финансового сектора страны уделено развитию Алматы в качестве главного финансового центра Центральноазиатского региона.

5 июня 2006 года был принят Закон РК «О региональном финансовом центре города Алматы» и внесены соответствующие изменения в некоторые законодательные акты страны. В том же году начал работу уполномоченный орган финансового центра — Агентство РК по регулированию деятельности регионального финансового центра города Алматы. Оно создано с целью развития рынка ценных бумаг, обеспечения его интеграции с международными рынками капитала, привлечения инвестиций в экономику страны, выхода казахстанского капитала на зарубежные рынки ценных бумаг.

В структуру РФЦА, кроме Агентства по регулированию деятельности, в настоящее время входят АО «РФЦА», Казахстанская фондовая биржа, Рейтинговое агентство РФЦА, Академия РФЦА, Евразийская торговая система (создано совместно с ОАО «РТС»). ◻

Екатерина Тузикова
аспирант ГУ-ВШЭ

Воля к консенсусу

Формирование структуры инвестиций на основе многокритериальной стохастической методики оценки изменения справедливой стоимости активов

Использование консенсуса прогнозных значений (вместо единичного прогноза) позволяет снизить зависимость от конкретного способа расчета целевой цены. Таким образом, в итоге охватывается и учитывается большее число факторов, оказывающих влияние на движение цен.

Многокритериальная оптимизация позволяет улучшить структуру инвестиций

Рассмотрим задачу построения методики, позволяющей формировать структуру инвестиций и адаптировать ее к изменяющимся экономическим условиям. В качестве определяющего фактора для развитых фондовых рынков рассмотрим изменение оценки справедливой стоимости доступных активов.

Примем в рамках настоящей работы в качестве оценки справедливой стоимости активов величину консенсуса целевой цены через 12 месяцев (12 month forward target price)[1]. Основанием для этого служит сама сущность понятия. Согласно определению [6], целевая цена — это цена, к которой должна стремиться стоимость актива в будущем, при ее расчете аналитики стараются учитывать разнообразные факторы, влияющие на дальнейшее изменение стоимости актива.

Использование консенсуса прогнозных значений вместо учета единичного прогноза только какого-то одного источника позволяет снизить зависимость от конкретного способа расчета целевой цены. Таким образом, в итоге охватывается и учитывается большее число факторов, оказывающих влияние на движение цен. Также это позволяет снизить субъективность оценки, присущую каждому из значений целевой цены в отдельности.

Схема реализации методики многокритериальной оптимизации

Сформулированная задача решается в многокритериальной постановке. На каждом итерационном шаге (в каждый момент времени t) используется следующий алгоритм реализации процедуры многокритериальной оптимизации:

1. Оптимизируется структура инвестиций по критерию первого уровня. На этом этапе активы выбираются по наибольшему математическому ожиданию их логарифмической доходности.

В этой статье:

Многокритериальная постановка задачи построения методики, позволяющей формировать структуру инвестиций.

Формирование критерия наибольшей доходности.

Формирование критерия доходность — риск.

Принцип обеспечения прогнозной безубыточности инвестиций.

Результаты вычислительного эксперимента.

2. Для сформированного по критерию первого уровня оптимальной структуры активов осуществляется проверка выполнения условия:
   $Sh(t) > Sh_{доп}$, *где*
   $Sh(t)$ — значение модифицированного коэффициента У. Шарпа [3] в момент времени t;
   $Sh_{доп}$ — допустимое значение коэффициента У. Шарпа, субъективно определенное на основании анализа предыдущих периодов.

Если для выбранных активов выполняется условие (1), то оптимизация структуры инвестиций на момент времени t считается завершенной успешно, поскольку все заранее заданные требования удовлетворяются. Вместе с учетом привнесенных субъективных факторов оценки актуальных рисков различного рода, данное соотношение определяет необходимость перехода к оптимизации по критерию второго уровня.

Если условие (1) не выполняется, выбираются несколько альтернативных вариантов активов, наиболее доходных по математическому ожиданию, эти активы считаются неразличимыми с точки зрения критерия первого уровня.

Далее реализуется алгоритм метода уступок. Происходит переход к оптимизации структуры инвестиций по критерию второго уровня. Оптимальным решением в этом случае считается любая из имеющихся альтернатив, сформированных на предыдущем шаге, максимизирующая значение коэффициента У. Шарпа (являющегося критерием второго уровня).

3. Негативный эффект, проявляющийся в случае возникновения неприемлемых уровней рисков, парируется в рамках предлагаемой методики путем использования дополнительного дисциплинирующего условия, обеспечивающего безубыточность инвестиций в случае отрицательного прогноза их доходности. В этом случае в качестве хеджирующего инструмента инвестиционного портфеля рассматривается доступный условно безрисковый депозит.

Формирование критерия первого уровня — наибольшей доходности структуры инвестиций

1. Выбор вида закона распределения

Для решения поставленной задачи строится асимметричный закон распределения [2]. Его использование связано с результатами проверки матриц доходностей рассматриваемых акций на автокорреляцию. В процессе проверки требуется оценить взвешенное по квадратному корню из мощности скользящего массива значение коэффициента автокорреляции скользящих подматриц доходностей, охватывающих рассматриваемый период.

На основании полученного ряда значений необходимо рассчитать величины математического ожидания, медианы и стандартного отклонения. Для нормально распределенной случайной величины значения данных оценок должны быть неотличимы от нуля (для математического ожидания и медианы) и единицы (для стандартного отклонения).

Результаты расчетов показали, что в реальных условиях рыночные котировки акций и их доходности, как и изменения справедливой стоимости, не описываются оптимальным образом параметрами гауссовского закона распределения.

2. Учет положений теории ограниченности рациональных ожиданий

Теория ограниченной рациональности ожиданий, основоположником которой являлся Г. Саймон [4], утверждает, что существует убежденность участников рынка в том, что количественно измеренные характеристики рыночных процессов не будут выходить за рамки определенного диапазона.

Данная уверенность определенным образом влияет на фондовый рынок и на динамику его изменений. Возникает эффект «самосбывающихся пророчеств», приводящий к изменению рыночной ситуации и ее отклонению от ожидаемого объективного пути развития. Статистически зафиксированное существенное влияние данного процесса на рынок делает необходимым его учет при составле-

Рисунок 1. **Результаты применения методики на выбранном массиве данных (накопленная доходность)**

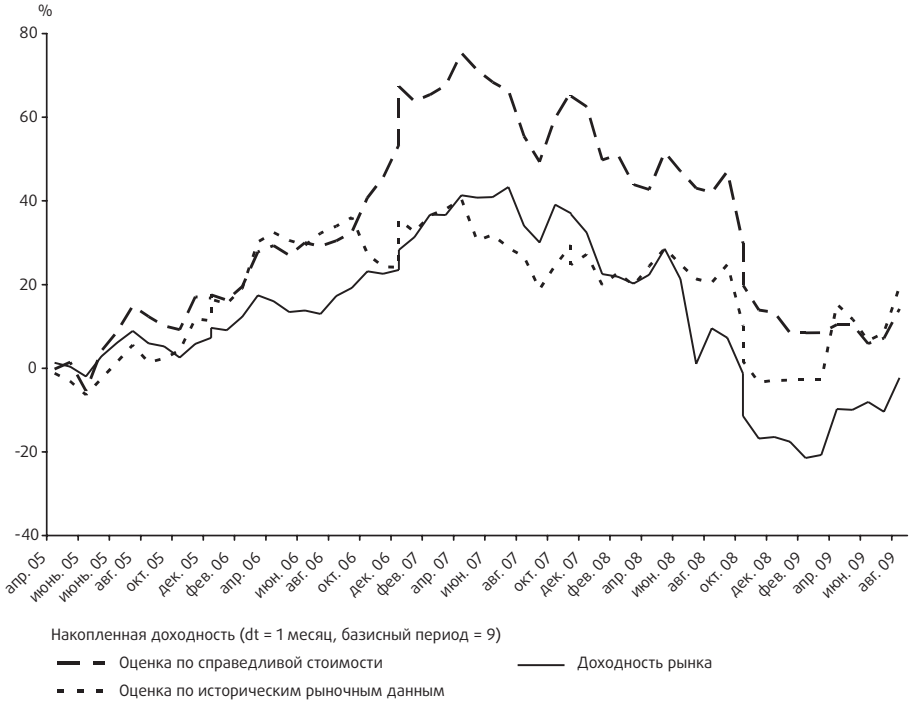
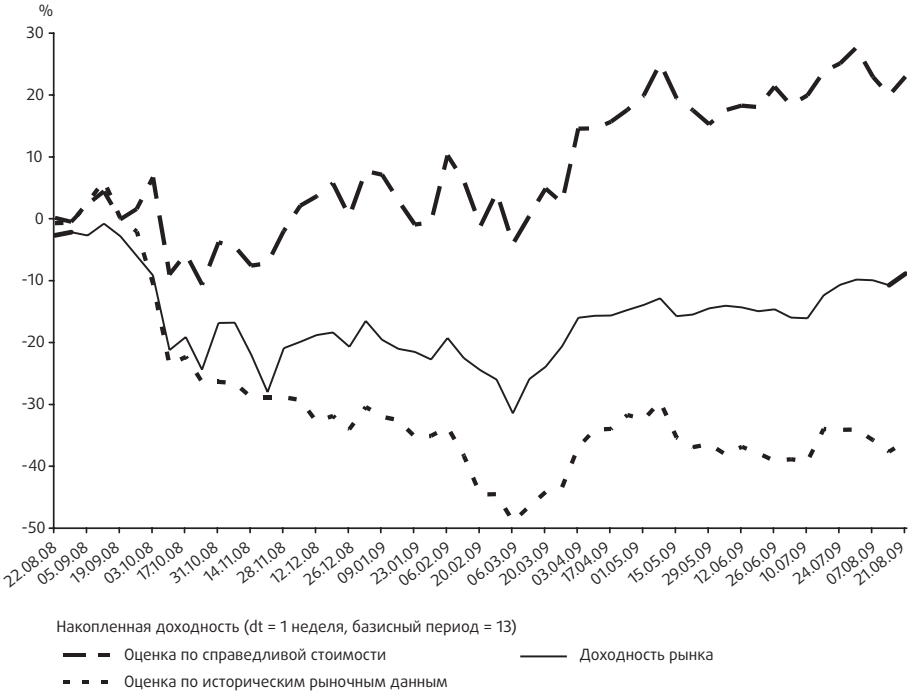


Рисунок 2. **Результаты применения методики при различных скользящих базисных периодах (накопленная доходность)**



нии прогнозов и принятии решений, касающихся операций с активами фондового рынка.

Значительный вклад в исследование влияния субъективных ожиданий на действия участников рынка внес Д. Канеман. В частности, в своей совместной работе с А. Тверски [5], он показал, что лица, принимающие решения, всегда относительно завышают в своих ожиданиях вероятность объективно менее вероятных событий и всегда относительно занижают субъективную вероятность более часто происходящих событий. Такая систематически возникающая необъективная оценка приводит к тому, что сумма субъективных вероятностей полной группы событий может не быть равной единице, а оцениваться существенно меньшим значением.

Именно ожидания участников рынка, возникшие в течение предыдущего и настоящего периодов времени, в значительной степени формируют реальные условия осуществления операций на фондовом рынке в течение последующего периода времени. В связи с этим требуется учет влияния такого рода субъективных факторов риска для обеспечения их парирования.

Для того чтобы иметь возможность учитывать вышеописанные эффекты при составлении прогнозов изменения котировок фондового рынка и доходностей активов, необходима их математическая формализация.

Заметное улучшение результатов прогнозирования связано с использованием в модифицированном гауссовском законе распределения уточняющих параметров отвечающих за эффект Канемана-Тверски [5], и формализующих действие закона Г. Саймона [4]. В итоге формируется новая уточненная функция плотности вероятности, смещенная в соответствии с субъективными ожиданиями относительно кривой нормального распределения, полученной на основании анализа предыдущего периода.

Применение такого рода модифицированного гауссовского закона распределения случайных величин для описания состояния фондового рынка, позволяет значительно улучшить надежность и достоверность прогнозирования при определении структуры инвестиционных активов.

3. Формирование критериального соотношения

Формирование асимметричного закона распределения доходностей для используемых активов осуществляется в каждый момент времени t. При этом предварительно определяются параметры для модифицированного гауссовского закона плотности распределения. Последний получается из традиционного закона плотности распределения с учетом ограниченной рациональности участников фондового рынка и использованием анализа соответствующих логарифмических изменений (доходностей) уровня целевых цен базисного скользящего периода.

Параметры асимметричного распределения оптимизируются известным методом наибольшего правдоподобия. При проведении вычислений требуется обеспечить выполнение двух ограничений: условие неотрицательности коэффициента Канемана-Тверски и свойства меры для плотности распределения случайной величины.

В качестве начального приближения для аргументов рассматриваются значение коэффициента Канемана-Тверски, равное единице, и нулевые значения коэффициентов смещения распределения и его асимметрии. Это соответствует величинам, сводящим рассматриваемый закон распределения к гауссовскому.

Непосредственно при реализации метода наибольшего правдоподобия требуется определить максимальное значение функции, используемой для определения параметров асимметричного распределения [2].

После того как было найдено значение оптимальной оценки параметров асимметричного распределения, формируется соответствующий закон распределения. Его основой служит использование скользящего базисного периода, а также вычисление математического ожидания доходностей потенциально доступных активов.

Далее производится периодическое изменение структуры инвестиций в соответствии с критерием максимума математического ожидания доходностей доступных активов.

В идеальном случае такое динамическое обновление структуры инвестиций обеспечивало бы максимальную доходность на шаге $t+1$. Использование уточненного критерия оптимальности, перерасчитанного по новым данным изменений справедливой стоимости активов, потенциально позволяет достичь высокого уровня доходности за весь период времени. Также оно, фактически, обеспечивает непосредственное управление ценовыми рыночными рисками на основе построенной методики математического прогнозирования.

Формирование критерия второго уровня «доходность-риск» с использованием коэффициента У. Шарпа

Для управления доступными активами необходимо учитывать реально действующие факторы риска и волатильности. Предлагаемая стратегия с этой целью предполагает проверку попадания численного значения коэффициента У. Шарпа в заранее заданный допустимый диапазон.

Критерий второго уровня используется в схеме иерархической многокритериальной системы принятия решений для того, чтобы обеспечить снижение влияния высокой волатильности котировок акций на конечный финансовый результат. Низкое значение коэффициента У. Шарпа свидетельствует о неэффективном выборе совокупности активов. Для рассматриваемой задачи его низкая величина характеризует случай чрезмерно высокого значения потенциальной волатильности стоимости доступных активов.

Во всех случаях формирования структуры инвестиций более чем из одного вида активов, для корректного определения стандартных отклонений доходностей требуется учитывать взаимовлияние ценных бумаг друг на друга. Для этих целей после формирования структуры инвестиций на каждом шаге итерационного процесса определяется матрица ковариаций, которая рассчитывается с учетом предварительно определенных параметров закона асимметричного распределения.

Важен субъективный характер назначения величины допустимого коэффициента У. Шарпа. В случае выполнения условия (1) можно предполагать, что риски данного уровня волатильности приняты лицом, принимающим решения. Это объясняется тем, что допустимый уровень коэффициента (1) формируется им субъективным образом, а, значит, отражает его склонность к риску при формировании структуры инвестиций.

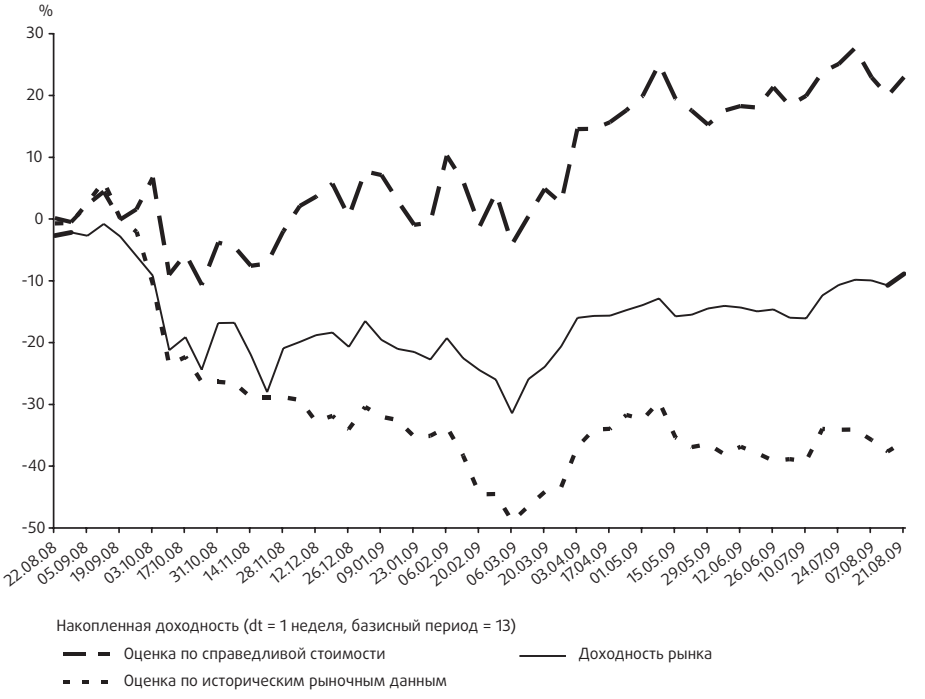
Формирование дисциплинирующего условия для обеспечения неотрицательности доходности

В качестве дисциплинирующего условия в рассматриваемой задаче выступает принцип обеспечения прогнозной безубыточности инвестиций для фиксированного периода времени. Численно он оценивается положительным значением математического ожидания.

Ограничение выполняется всегда, кроме случаев, когда математическое ожидание доходности активов становится отрицательным. Такой результат интерпретируется как объективный прогноз на период времени Δt неблагоприятного усиления воздействия

Рисунок 3. **Оценка эффективности использования рассматриваемой методики: накопленная доходность для месячного горизонта инвестирования**

Рисунок 4. **Накопленная доходность для случая недельного горизонта инвестирования**



негативных факторов риска на все рассматриваемые альтернативные варианты изменения структуры активов.

Если предполагается возрастание факторов риска на фондовом рынке, формируется запрет на проведение инвестиций на протяжении одного полного периода времени Δt. В качестве хеджирующей стратегии в этом случае используется условно безрисковый депозит с небольшим уровнем эффективной годовой ставки (например, 5 %).

Особенности реализации методики многокритериальной оптимизации

Критерий первого уровня, математическое ожидание доходности инвестиций, применяется для решения главной задачи — получения наилучших финансовых результатов. Он позволяет определить наиболее доходные в следующем периоде времени активы на основе специального вида асимметричных оценок информации, доступной по итогам предыдущих периодов.

Такой метод управления структурой инвестиций на основе стохастических оценок должен приводить к получению наилучших финансовых результатов. Однако для этого требуется отсутствие факторов риска нерегулярного характера, воздействие которых не может быть предсказано на основании доступной информации предыдущих периодов.

Особенность использования критерия второго уровня состоит в том, что в предлагаемой методике на основе изменения допустимого значения коэффициента У. Шарпа может быть установлен субъективный баланс использования критериев первого и второго уровней. В случае субъективного изменения допустимой величины коэффициента У. Шарпа изменяется структура учитываемых факторов риска. При его понижении она смещается в пользу большего

учета тех факторов риска, которые не могут быть полностью учтены в рамках критерия первого уровня. В связи с использованием метода уступок предполагается, что оптимальные с точки зрения первого критерия портфели активов обладают наибольшим или наибольшими уровнями ожидаемой доходности.

Последний этап реализации методики — обеспечение выполнения дисциплинирующего условия. Условие неотрицательной прогнозируемой доходности инвестиций направлено на отсечение вариантов формирования структуры активов с параметрами, априорно не соответствующими предъявляемым требованиям.

Вычислительный эксперимент: математическое моделирование изменения структуры инвестиций

Для оценки работоспособности предлагаемой методики было проведено математическое моделирование изменения структуры инвестиций. Рассматривался пакет из акций десяти крупнейших публичных компаний, относящихся к отрасли розничной торговли и представляющих США, Великобританию, Францию и Германию. Полученные результаты, отображенные на графиках, приведенных ниже, позволили численно подтвердить правомерность принятия решений о структуре инвестиций на основании изменений справедливой стоимости в соответствии с предлагаемой методикой.

Считаются постоянно доступными десять акций, из них в структуру активов могут быть включены в равных пропорциях любые две акции. Непосредственное изменение структуры активов осуществляется в соответствии с заранее заданным периодом времени. Все промежуточные финансовые итоги подводятся по завершении периода, соответствующего горизонту инвестирования, который не изменяется в пределах одного итерационного шага.

При проведении анализа предполагалось, что более высокая доходность структурированных активов соответствует более адекватному учету ситуации на фондовом рынке в целом и, в том числе, более верному отражению в будущих котировках ценных бумаг влияния факторов неопределенности. На длинных динамических рядах данных это в целом соответствует ситуации лучшего прогнозирования доходности конкретных инструментов на фондовом рынке.

Полученные результаты оценивались путем сравнения уровней доходности динамически изменяемой структуры активов между собой и с располагаемым рыночным индексным значением[2] за рассматриваемый период времени.

Методика проверялась с помощью бэк-тестинга на массиве данных с апреля 2005 по август 2009 года на месячных значениях котировок. При этом было проведено дополнительное исследование на недельных котировках для периода с августа 2008 по август 2009 года, позволившее оценить эффективность методики в условиях кризисной ситуации и высокой волатильности рынка.

На рисунке 1 приведены результаты применения методики на выбранном массиве данных. Видно, что по итогам всего рассматриваемого промежутка времени наилучшие результаты достигаются при использовании базисных периодов, соответствующих 5, 9 и 12 месяцам. Каждый из них позволяет получить накопленный доход на уровне порядка +20% и более по сравнению с чисто рыночными результатами по итогам всего рассматриваемого периода. В то же время результаты рыночного индекса и базисного периода, равного 13 месяцам, находятся в отрицательной зоне. Это позволяет сделать предварительный вывод о том, что базисный период, превышающий год, не позволяет получить удовлетворительных результатов в рамках рассматриваемой методики и месячного горизонта инвестирования.

В то же время более детальное изучение представленных зависимостей показывает, что сокращение базисного периода до пяти месяцев также не является рациональным. Основное преимущество короткого базисного периода — быстрота реагирования на изменения ситуации на рынке — проявила себя в полной мере в условиях кризиса.

Из графиков, приведенных на рисунке 1, видно, что используемая методика формирования структуры активов позволила верно определить начальный момент изменения рыночной тенденции, адекватно спрогнозировала развитие ситуации и опередила начавшуюся волну роста, использовав в полной мере позитивные тенденции.

В условиях сравнительно ровного или медленно растущего рынка, короткий базисный период не позволяет достичь хороших результатов. Причиной этого является, по-видимому, неполный учет коротким массивом исторических данных более глубинных движений фондового рынка и значительная подверженность локальным колебаниям рыночных котировок активов.

Как можно заметить, наилучшие результаты на равновесном рынке и одновременно высокие результаты в условиях кризисной ситуации, предлагаемая методика показывает при использовании трехквартального базисного периода. Устойчивость достигаемых результатов в широком диапазоне изменения окружающих финансово-экономических условий может говорить о некоторой универсальности трехквартального базисного периода. Объясняется это, в частности, относительно полным учетом действующих факторов рынка, а также сглаживанием шумовых рыночных колебаний в пользу более плавного изменения.

На рисунке 2 приведены результаты аналогичных расчетов для более корот-

кого горизонта инвестирования. Когда горизонт инвестирования составляет одну неделю, в случае применения предлагаемой методики, величина оптимального базисного периода составляет 13 недель (три календарных месяца). При этом в отношении недельного горизонта инвестирования подтверждается приведенный выше тезис о чрезмерной подверженности рыночным колебаниям, проявляющейся в случае уменьшения базисного периода.

Полученные более высокие результаты для трехмесячного базисного периода могут являться следствием более адекватного отражения в рамках предлагаемой методики влияния различных рыночных факторов на формирование целевой цены.

Зависимости, представленные на последующих двух графиках (рисунки 3 и 4), позволяют оценить эффективность рассматриваемой методики для прогнозирования колебаний:

- текущей рыночной стоимости на основании справедливой стоимости;
- текущей рыночной стоимости на основании колебаний рыночной стоимости за предшествующие периоды.

Эти два подхода прогнозирования условно можно назвать прогнозированием «рынка по справедливой стоимости» и прогнозированием «рынка по рынку».

Прогнозирование рынка по рынку также осуществлялось в соответствии с методикой расчета, приведенной в данной работе и на том же базисном периоде, что и прогнозирование рынка по справедливой стоимости. Это позволяет говорить о сопоставимости полученных результатов, равно как и позволяет делать выводы об особенности каждого из методов, ограничениях на их применение и, соответственно, областях применимости таких подходов.

На рисунке 3 можно увидеть, что в условиях спокойного рынка при относительно большом горизонте инвестирования (период с февраля 2005 по октябрь 2006 года) оба подхода позволяют получить схожие результаты, при этом превышающие среднерыночные.

В то же время в условиях менее спокойного и равновесного рынка (период с ноября 2006 по сентябрь 2008 года) прогнозирование рынка по справедливой цене оказывается более адекватным и приводит к систематически более высоким финансовым результатам. При этом подобная ситуация сохраняется как при наличии четко выраженного растущего тренда, так и в условиях кризисных явлений (октябрь 2008 — август 2009 года).

Зависимости, представленные на рисунке 4, показывают преимущества использования методики прогнозирования рынка по справедливой стоимости по сравнению с возможностями прогнозирования рынка по рынку. Зависимости рисунка 4 построены для короткого горизонта инвестирования в условиях кризисных явлений в мировой экономике.

На основании проведенного математического моделирования и полученных результатов для сегмента розничной торговли экономики развитых стран на примере США, Великобритании, Франции и Германии можно сделать некоторые предварительные выводы. Предлагаемая методика прогнозирования изменений рыночной стоимости активов и формирования их оптимальной структуры на основании изменения оценки справедливой стоимости («рынок по справедливой стоимости») позволяет прогнозировать колебания стоимости акций для данного сегмента рынка. Она позволяет учитывать факторы неопределенности рыночной экономики и получать достоверные и верифицируемые результаты. Итоги поставленного математического эксперимента являются достаточно обнадеживающими. Моделирование потенциально привело к более высоким (или, по крайней мере, не к более низким) финансовым результатам по сравнению с традиционным использованием рыночных исторических данных («рынок по рынку») в качестве исходных данных при формировании прогноза.

Также нужно отметить, что полученные в соответствии с предлагаемой методикой результаты являются достаточно устойчивыми к корректному изменению внутренних параметров используемых математических алгоритмов. В частности, отсутствует критическая зависимость от конкретной величины расчетного базисного периода. Это свойство отличает предложенную методику от гораздо более подверженных колебаниям методов прогнозирования, основанных на исследовании исторических рыночных данных. Такая устойчивость методики является ее внутренним свойством в силу характера формирования априорного прогноза на основе категории «справедливой рыночной стоимости» — консенсус-значения целевой цены.

В целом по итогам проведенного исследования и математического моделирования можно сделать следующие основные выводы.

1. Подтверждена работоспособность предлагаемой методики и возможность на ее основе адекватного прогнозирования поведения развитых фондовых рынков.
2. Методика позволяет учитывать ограниченность рационального поведения игроков фондового рынка и возникающие при воздействии различных факторов неопределенности явления когнитивного диссонанса.
3. В условиях повышенной волатильности фондового рынка и возрастания роли факторов неопределенности, методики, основанные на анализе изменений справедливой стоимости, позволяют лучше и быстрее реагировать на изменения рыночной ситуации, по сравнению с подходами,

основанными на прогнозировании стоимости ценных бумаг на основе характера поведения показателей фондового рынка в предшествующий период.

4. Требуется проведение дополнительных расчетов для уточнения параметров тонкой настройки используемых математических моделей и уточнения критериев применимости рассматриваемой методики в различных условиях. ◻

Литература

1. Евстигнеев В. Р. Портфельные инвестиции в мире и России: выбор стратегии — М.: Эдиториал УРСС , 2002, 19 п.л.
2. Евстигнеев В. Р. Прогнозирование доходности на рынке акций. — М., Маросейка, 2009. — 192 с.
3. Sharp W.F. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk //Journal of Finance, 19 (3), 1964, pp. 425–442.
4. Simon H.A. Theories of Decision-Making in Economics and Behavioral Science // The American Economic Review. June, 1959. Vol. 49. N 3. P. 253-283.
5. Tversky A., Kahneman D. Rational Choice and the Framing of Decisions // The Journal of Business. October, 1986. Vol. 59. N 4. Part 2: The Behavioral Foundations of Economic Theory. P. 251-278.
6 www.bloomberg.com// Статистические материалы информационного агентства Bloomberg,

Примечания и комментарии

[1] Исходные материалы взяты на основе данных, рассчитанных агентством Bloomberg. Данная методика предполагает расчет по прогнозам различных аналитиков консенсус-значения целевой (справедливой) цены на период 12 месяцев, считая от даты расчета. При этом из рассмотрения исключаются прогнозы старше 3 месяцев на момент расчета консенсус-цены.

[2] В качестве индексного значения использовалось значение доходности портфеля, сформированного в равной пропорции из всех рассматриваемых акций.

Пенсионная
система

Михаил Дмитриев
президент Центра стратегических разработок

Кто платит?

Правительство заявило об осуществлении программы повышения пенсий, но вопрос их финансирования не вполне очевиден

Решения, реализуемые сейчас в пенсионной сфере, не являются устойчивыми и долговечными. Без дополнительных источников финансирования пенсий состояние пенсионной системы будет быстро ухудшаться, а ее фундаментальные проблемы останутся нерешенными. Решения, дающие выход из этой, казалось бы, тупиковой ситуации, существуют.

В разгар кризиса российским пенсионерам сделано предложение, от которого невозможно отказаться: правительство осуществляет самую амбициозную за всю историю современной России программу повышения пенсий.

Средний размер трудовой пенсии за два года должен вырасти почти в два раза — с 4400 рублей в середине 2008 года до почти 8000 рублей в 2010 году. При этом радикально — более чем в полтора раза — улучшится коэффициент замещения (соотношение средней пенсии и средней зарплаты). Если в 2007 году он опустился до рекордно низких 22,8%, то в 2010 году он превысит 36,2% и вплотную приблизится к вожделенным 40%, рекомендованным Международной организацией труда.

Такое повышение потребует немалых расходов — 1,9 трлн рублей, или примерно 4% ВВП в 2010 году. Но правительство уже позаботилось об источниках этого повышения. На это предусмотрены средства из нефтегазовых фондов, а в 2011 году ожидаются дополнительные поступления в размере 1,6% ВВП за счет повышения ставки страховых взносов в Пенсионный фонд с 20 до 26%.

Обратная сторона повышения пенсий

Можно было бы порадоваться за наших пенсионеров, если бы вопрос с финансированием высоких пенсий был решен раз и навсегда. Но именно по этому поводу возникают серьезные опасения. Состояние пенсионной системы будет быстро ухудшаться в связи с тем, что число работающих в расчете на сто пенсионеров будет падать из-за ускорившегося старения населения. Если не найти дополнительных источников финансирования пенсий, то с 2011 по 2020 год коэффициент замещения трудовой пенсии снова упадет до уровня 2009 года, то есть ниже 28% (рис. 1). Если же пытаться увеличивать пенсии в соответствии с ростом зарплаты

Рисунок 1. **Коэффициент замещения (соотношение средней трудовой пенсии и заработной платы) при отказе от повышения ставок страхового тарифа после 2011 года, %**

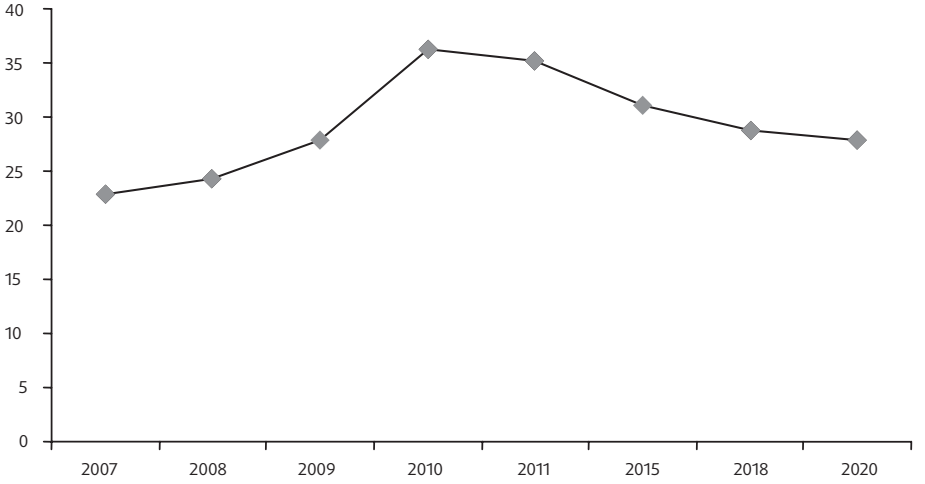
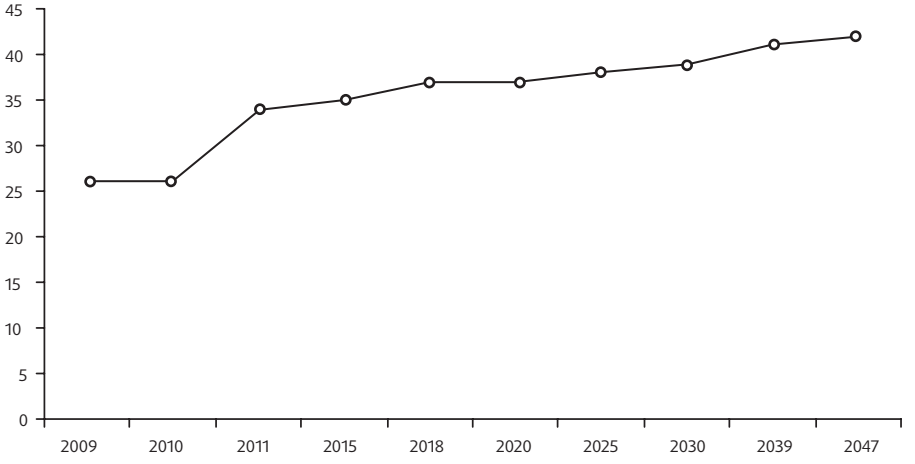


Рисунок 2. **Страховой тариф, необходимый для поддержания стабильного коэффициента замещения, %.**



путем повышения страхового тарифа, то его суммарную ставку придется увеличить с 26 до 37% к 2020 году, а в дальнейшем — до 42 % (рис. 2). Но такое вряд ли возможно, если учесть, что уже в 2011 налоговая нагрузка на фонд оплаты труда в России окажется одной из самых высоких в мире (рис 3).

У повышения ставки страховых взносов есть и другие негативные последствия. Основная его тяжесть ляжет на трудоемкие производства и современные сектора бизнес-услуг. В 2,5 раза вырастет налоговая нагрузка на зарплату в малом бизнесе в рамках специальных налоговых режимов. Тем самым будет нанесен тяжелый удар по конкурентоспособности обрабатывающих отраслей, инновационной экономики и постиндустриальных услуг на внутреннем и на внешних рынках. Напротив, крупные энергосырьевые компании, у которых доля зарплаты в выручке порой составляет менее 10%, такого повышения налогов практически не заметят. Тем самым усиливается сырьевая направленность экономики.

Дополнительным риском является передача функций по администрированию взносов в Пенсионный фонд. Для налогоплательщиков это означает удвоение административной нагрузки, которое особенно больно бьет по малому и среднему бизнесу. Для государства — приведет к заметному удорожанию налогового администрирования, которое, к тому же, ухудшит собираемость. Пенсионному фонду для сбора взносов срочно понадобится до 15 тысяч сотрудников. Но в налоговой службе сократить штаты так быстро не удастся, поскольку еще три года придется взимать недоимки и штрафы за прошлые годы по ЕСН. Кроме того, закон наделил сотрудников Пенсионного фонда меньшими полномочиями, чем налоговых инспекторов. Это, наряду с разобщенностью баз данных по страховым взносам и НДФЛ, вызовет падение собираемости. Масштабы связанных с этим потерь оцени-

ваются в 1,5–2% ВВП. К слову сказать, собираемость подоходного в России уже начала падать. Если в январе-апреле 2008 года эффективная (то есть рассчитанная исходя из фактических поступлений) ставка подоходного налога по зарплате составляла 9,2%, то в январе-апреле текущего года она снизилась до 8,6%.

Повышение ставки страховых взносов приведет к снижению поступлений региональных и местных бюджетов по подоходному налогу и налогу на прибыль (в размере до 1% ВВП). Понадобятся дополнительные расходы федерального бюджета на компенсацию потерь. В итоге расходные обременения, связанные с повышением пенсий, «съедят» практически весь ресурс увеличения бюджетных расходов после кризиса, не оставив возможности увеличивать ассигнования по другим приоритетным направлениям, включая образование, инновации и инвестиции в инфраструктуру.

Уже принятые решения как в доходной, так и в расходной части создают опасность для новых перекосов в системе. Например, некоторые группы пенсионеров, включая часть северян, работников вредных производств и работников образования, оказались обойденными при валоризации пенсионных прав. Они будут требовать восстановления справедливости, порождая «социалистическое соревнование» за выбивание дополнительных надбавок.

Повышение пенсий не создает стимулов для более позднего добровольного выхода на пенсию, которые следовало бы заложить в предлагаемую систему. Без более позднего выхода на пенсию надолго стабилизировать соотношение пенсии и зарплаты в любом случае не удастся и от добровольного придется переходить к обязательному повышению пенсионного возраста.

Нарастание дефицита пенсионной системы усиливает искушение отменить взносы на накопительную часть пенсии. На ближайшие 10–15 лет это действительно решает проблему финансирования повышенных пенсий. Но оно приведет к катастрофическому ухудшению пенсионного обеспечения работников, которые будут выходить на пенсию после 2020 года. К тому же будет надолго подорвано доверие к любым формам коллективных инвестиций, и убедить население делать сбережения в негосударственных пенсионных фондах будет практически невозможно. Наконец, упадет инвестиционная привлекательность российской экономики подобно тому, как это случилось в прошлом году в Аргентине после национализации пенсионных накоплений.

Еще один ложный сигнал связан с возрастанием регрессивности налоговой системы. Основная часть прироста налоговой нагрузки приходится на зарплаты с размерами до 415 тысяч рублей в годовом исчислении, для которых рост налоговых платежей может превышать 60%. Но для зарплат, превышающих 415 тысяч рублей в год, прирост налоговых выплат колеблется в диапазоне от 35% до нуля. Закономерным в этих условиях будет усиление требований по воссозданию прогрессивной шкалы подоходного налога, которая, как мы знаем по прошлому опыту, в России практически не работает.

Усиление всех этих перекосов и диспропорций в системе говорит о том, что решения, реализуемые в пенсионной сфере, не являются устойчивыми и долговечными. Пока у правительства хватило пороху только на полшага - резко повысить пенсии за счет опасного раздувания бюджетного дефицита. Не исключено, что даже первое повышение ставок страховых взносов, намеченное на 2011 год, не удастся претворить в жизнь. В 2011 году экономика России еще только будет выходить из рецессии. Оживление экономики, если оно начнется, будет неустойчиво. Падение конкурентоспособности из-за роста налогов может привести к росту безработицы и затягиванию рецессии. Готово ли будет руководство страны накануне очередных выборов пойти на столь рискованный и чрезвычайно непопулярный шаг?

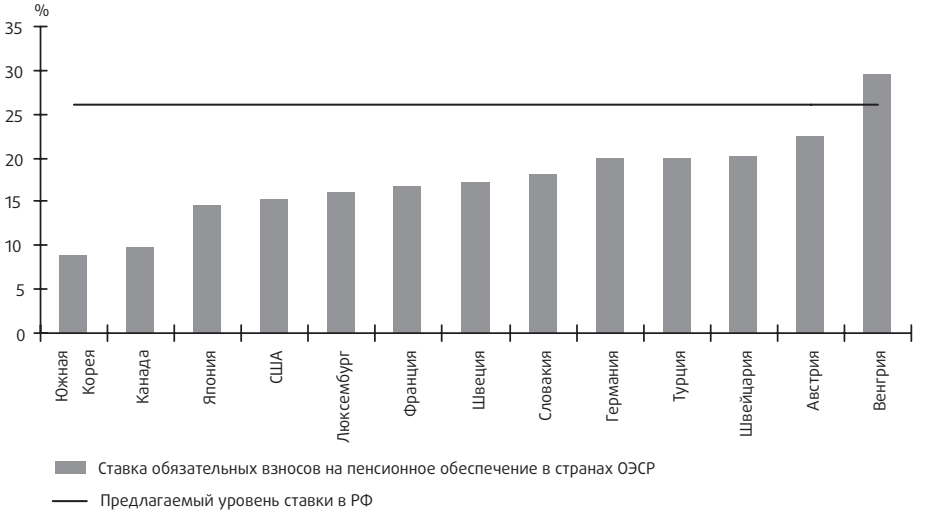
Конечно, резкое повышение пенсий облегчает властям избирательные кампании 2011–2012 годов. Но принятые решения, сами по себе не позволят платить высокие пенсии после выборов — и избиратель это тоже будет понимать. Идти на попятную и снижать соотношение пенсий и зарплат до уровня 2009 года для властей означает потерю лица. Но и попытки наращивать налоги на зарплату для финансирования пенсий — это пример лекарства, которое хуже самой болезни. Таким образом, фундаментальные проблемы пенсионной системы до выборов останутся нерешенными. Скорее всего, к ним придется вернуться сразу после выборов — с учетом новой расстановки политических сил.

Выход есть

Решения, дающие выход из этой, казалось бы, тупиковой ситуации, существуют, хотя они и не являются легкими для властей. Главным ресурсом, который до сих пор не был задействован в этой сфере, является государственная собственность. Оценки, проведенные нами до кризиса, показали, что на покрытие пенсионного дефицита (без ущерба для исполнения государственных функций) может быть направлено государственное имущество в объеме около 15% ВВП. Кризис привел к быстрому росту государственных активов.

По нашим оценкам, стоимость имущества, которое в будущем можно использовать в интересах пенсионной системы, приближается к 50% ВВП. Эти активы могут быть распределены по накопительным счетам работников и пенсионеров, а доходы от их использования и продажи пойдут на финансирование более высоких пенсий как в ближайшие годы, так и в долгосрочной перспективе. Приватизация в таком формате будет желательна не только с точки зрения

Рисунок 3. **Ставка обязательных взносов на пенсионное обеспечение в России и странах ОЭСР.**



пенсионных финансов, но и с точки зрения общего повышения эффективности российской экономики, в которой доля государства явно перешла за экономически оправданные границы.

Такое решение позволит не только напрямую профинансировать часть пенсионного дефицита, но и откроет путь для других мер, направленных на поддержание высоких размеров пенсий. В частности, передачу приватизируемых активов на накопительные счета можно будет использовать для стимулирования добровольного более позднего выхода на пенсию и для софинансирования добровольных пенсионных накоплений работников и работодателей. Кроме того, за счет передачи приватизируемого имущества в пенсионную систему возникает возможность компенсации финансовых потерь накопительной системы в результате кризиса.

Наши расчеты показывают, что перечисленные меры позволят избежать повышения налогов и в перспективе устойчиво поддерживать соотношение пенсий и зарплат на уровне 40%, рекомендуемом Международной организацией труда. Но в стране, где национализация нередко проводится не в интересах общества, а в интересах влиятельных частных лиц, провести масштабную передачу государственного имущества пенсионерам будет весьма непросто. ◻

Помощь сокращается

Европейский центральный банк намерен начать постепенное сокращение размеров экстренной помощи наличными средствами экономике зоны евро с тем, чтобы не создавать условий для оживления инфляции. Как сообщает ИТАР-ТАСС, об этом заявил глава ЕЦБ Жан-Клод Трише во время пресс-конференции, состоявшейся в штаб-квартире банка во Франкфурте.

«Нет необходимости поддерживать в полном объеме все программы по предоставлению наличности. Те из нестандартных мер, продолжение реализации которых создает угрозу стабильности цен, должны быть полностью и окончательно отменены», — заявил Ж.-К.Трише.

Ранее он дал понять, что ЕЦБ едва ли возобновит предложение банкам 12-месячных кредитов после того, как последний подобный транш будет замещен в будущем месяце. Согласно ряду источников внутри банка, предлагаться в будущем будут более краткие по срокам кредиты — трех- и шестимесячные.

Тем не менее, Ж.-К.Трише пока не поставил под сомнение сохранение на нынешнем (очень низком) уровне учетной ставки по евро.

Одновременно ЕЦБ продолжает сохранять предельную осторожность. «Еще слишком рано делать заявления о том, что кризис завершился, - заявил Ж.-К.Трише. - Действительно, последнее развитие событий в мировой экономике является позитивным, однако в значительной мере это является результатом помощи со стороны государства».

В настроения специалистов финансового сектора не назовешь эйфорическими. Так, глава Базельского комитета банковского надзора и член Управляющего совета Европейского Центробанка Нут Веллинк заявил недавно, что даже в условиях экономического подъема «во всех соседних с нами странах безработица будет расти на фоне восстановления экономики. Так будет продолжаться вплоть до 2011 года».

ПОДПИСНОЙ КУПОН

Вестник НАУФОР					
Период подписки:	___ полгода ___ год	Кол-во экземпляров/вид доставки:	_____ /Курьером _____ /По почте _____ /Pdf-версия		
Организация:					
Юр. адрес:					
Почтовый адрес:					
Адрес доставки:					
ИНН/КПП:	/				
Телефон:		Факс:		E-mail:	
Получатель издания (ФИО):					
ФИО сотрудника, ответственного за подписку:					

Заполненный купон нужно отправить по факсу 730-53-52, 730-53-17 или 787-24-85.

Счет за подписку выставляется после получения купона. Стоимость подписки на полгода/год для компаний-членов НАУФОР составляет 3390/6780 рублей, для иных организаций — 3570/7140 рублей. Подписка на электронную версию журнала (в формате pdf) стоит 3378/6756 рублей.

Алексей Тимошкин
начальник Управления методологии комплаенса ФК «УРАЛСИБ»

Необычные. Незаконные

Выявление теневых сделок является сложной задачей: все операции проводятся на формально законных основаниях

Анализа необычной операции, чаще всего, недостаточно. Чтобы делать выводы о степени легитимности деятельности клиента, необходимо собирать и изучать документы и сведения относительно него, а при выявлении необычных сделок — соотносить деятельность клиента с имеющейся информацией.

В России уже девятый год продолжается строительство национальной противолегализационной системы. Одной из основных ее частей считается организация контроля финансовых потоков.

31 августа 2009 года на своем официальном интернет-сайте Росфинмониторинг разместил информационное сообщение о разработке нового перечня критериев и признаков необычных операций. Для комплаенс-офицеров, то есть «финансовых контролеров», отвечающих в финансовых компаниях за организацию противодействия легализации незаконных доходов, это не стало «сюрпризом». Для остальных специалистов финансовых рынков, недавно занявшихся либо интересующихся этой тематикой, поясним суть произошедших изменений.

В России уже девятый год продолжается строительство национальной противолегализационной системы. Одной из основных ее частей считается организация контроля финансовых потоков. Целью такого контроля является выявление организациями, совершающими операции с денежными средствами или иным имуществом, финансовых операций и сделок, которые проводят субъекты теневой экономики. Основу теневого финансового потока составляют денежные средства, полученные в результате противоправной деятельности и, в том числе, уклонения от уплаты налогов, финансирования «серого» импорта. Эти деньги могут быть направлены не только на возобновление бизнеса, построенного на противоправной практике, но и на финансирование террористической или экстремистской деятельности. Поэтому сведения обо всех операциях (сделках), выявленных в

В этой статье:

Национальная противолегализационная система и задачи комплаенс-офицеров.

Признаки необычных операций.

Процедуры политики «Знай своего клиента».

результате контроля финансовых потоков должны храниться не менее пяти лет, а сведения об операциях (сделках), подлежащих контролю в соответствии с Законом № 115-ФЗ, должны быть своевременно направлены в специальный орган исполнительной власти, призванный организовывать борьбу с легализацией незаконных капиталов – Росфинмониторинг.

Однако выявление таких теневых сделок является сложной задачей. Все операции проводятся на формально законных основаниях, а клиенты чаще всего представляются респектабельными бизнесменами. Но, несмотря на то что субъекты теневой экономики хитры и коварны, и для того чтобы сбить с толку комплаенс-офицеров, все время маскируют свои операции, они, тем не менее, характеризуются схожестью стилей экономического поведения, применением устоявшихся типологий схемных операций. В общем случае такие модели устойчивого экономического поведения называются паттернами.

Характерность таких паттернов определяется макроэкономическими и институциональными особенностями существующей экономической системы, схожей мотивацией, присущей представителям определенных секторов теневой экономики и типовой схемотехникой, применяемой в рамках субрынков. На основе понимания таких паттернов можно определить характерные приметы нелегитимной деятельности (или критерии и признаки), которые с определенной долей вероятности могут помочь отделить операции (сделки) «добросовестных» клиентов, от операций субъектов теневой экономики, осуществляющих необычные сделки.

Для организаций — профессиональных участников рынка ценных бумаг критерии и признаки необычных операций первоначально были определены в пункте 2 Распоряжения ФКЦБ № 613/р . Первый такой перечень содержал семь критериев и семь признаков, которые носили достаточно общий характер и, в том числе, включали основания документального фиксирования информации, приведенные в п. 2 статьи 7 Закона № 115-ФЗ.

В ходе последующего анализа теневой деятельности надзорными органами, Росфинмониторингом выявлялись все новые и новые типологии проведения схемных, необычных операций, что естественным образом требовало разрабатывать новые критерии и признаки. В следующем перечне, утвержденном Приказом КФМ РФ от 11.08.2003 № 104 , содержалось уже 19 критериев и 25 признаков выявления необычных сделок. Текущий перечень, утвержденный Приказом № 103 , значительно расширился и содержит 31 критерий и 60 признаков необычных операций. Это объективный процесс, вызванный тем, что усиление контроля со стороны государства, закономерным образом приводит к приспособлению субъектами теневой экономики своей деятельности к противолегализационным механизмам. Поэтому этот перечень признаков и критериев не является окончательным.

Перечень критериев и признаков ориентирован на специфику разных сегментов финансового рынка и адресован всем организациям, перечисленным в 5 статье Закона № 115-ФЗ (за исключением кредитных организаций, в сфере деятельности которых действуют аналогичные рекомендации Банка России № 99-Т), поэтому согласован всеми надзорными органами, осуществляющими контроль за соблюдением требований Закона № 115-ФЗ в сфере деятельности некредитных организаций и, в том числе, ФСФР РФ.

В соответствии с пунктом 2 статьи 7 Закона № 115-ФЗ данные Рекомендации с учетом особенностей деятельности организаций необходимо использовать при разработке и актуализации правил внутреннего контроля. Однако разработчик не включил в таблицу с критериями и признаками указание, каким типам финансовых компаний адресован тот или иной признак или критерий, поэтому у комплаенс-офицеров, скорее всего, появляются вопросы, связанные с необходимостью включения того или иного признака или критерия в Правила внутреннего контроля.

Для решения этих вопросов с опубликованием этого перечня комплаенс-офицеры компаний-профучастников должны провести анализ формулировок критериев и признаков и выбрать те из них, которые характерны для специфики бизнеса компании и гипо-

тетически могут встречаться в бизнес-практике. Также необходимо учесть те признаки и критерии, которые предусматривают ситуации, при которых компании-профучастнику, не проводившей сомнительную операцию, тем не менее, на законных основаниях становится известно о совершенной клиентом такой необычной операции или сделки. При этом необходимо помнить, что контролю в соответствии с Законом № 115-ФЗ подлежат не только операции клиентов, но и операции, совершаемые самой компанией-профучастником от своего имени и за свой счет. Поэтому при выборе признаков и критериев рекомендуется руководствоваться принципом расширительной трактовки, формулировок, чтобы при согласовании Правил внутреннего контроля в целях ПОД/ФТ у регулятора не возникли вопросы о причине неполного применения рекомендаций.

В соответствии с п. 3 Распоряжения № 613/р организации-профучастники обязаны фиксировать и хранить (в течение 5 лет) сведения о всех операциях, условия совершения которых совпадают с хотя бы одним таким признаком или критерием. В Росфинмониторинг должны направляться сообщения, во-первых, об операциях, условия совершения которых одновременно совпадают хотя бы с одним признаком и хотя бы одним критерием, то есть при соблюдении матричной модели выявления операций, характерной для европейского риск-ориентированного подхода.

Во-вторых, направляются сообщения об операциях, условия совершения которых совпадают хотя бы с одним признаком или критерием, и при этом у Организации — профучастника возникают подозрения, что операция совершается в целях легализации преступных капиталов. Например, если общий характер сделки вызвал подозрение, что ее истинной целью является организация «теневого» канала по выводу денежных средств в офшорную юрисдикцию, а подозрение усиливается, если сам клиент, либо его контрагенты в финансовых операциях, являются организациями, обладающими признаками фиктивности.

В банковской деятельности применяется несколько иной механизм. Рекомендации Банка России № 99-Т и ряда других информационных писем, на основании которых формируется перечень критериев и признаков необычных сделок, содержат формулировки критериев и признаков, но не разделенные на отдельные списки. Поэтому матричная модель выявления необычных операций в банковской практике, как правило, не применяется.

Предполагается, что признаки (показатель, примета, знак по которым можно узнать, определить что-либо) являются более широкой формулировкой, чем более детальный критерий (мерило оценки, суждения). Вместе с тем в ходе детализации и уточнения признаков и критериев между ними практически стерлась эта грань. Несмотря на попытки уточнения, большая часть формулировок признаков и критериев продолжает носить расплывчатый характер, и поэтому они не могут быть автоматизированы. В связи с этим процесс выявления необычных операций практически повсеместно основан на визуальном контроле и субъективном анализе, и, при желании, под сомнение может быть поставлена практически любая операция. Поэтому четко отделить необычные операции от обычных, пользуясь только формулировками признаков и критериев, практически невозможно. В этом случае в Росфинмониторинг зачастую направляется информация о легитимных операциях, но формально соответствующих формулировке какого-либо признака или критерия, а операции субъектов теневой экономики могут остаться невыявленными. Поэтому анализа самой операции, чаще всего, недостаточно. Для того чтобы делать выводы о степени легитимности деятельности клиента, необходимо собирать и изучать документы и сведения в отношении клиента, а при выявлении необычных сделок соотносить деятельность клиента с имеющейся информацией о нем.

Например, компании-профучастники, входящие в Финансовую корпорацию УРАЛСИБ, для более надежного выявления необычных операций (сделок) применяют на практике процедуры политики «Знай своего клиента». А внедрение процедуры предварительной оценки клиентов (до момента заключения договорных отношений), позволяет «застраховать» себя от недобросовестных клиентов и значительно снизить объемы необычных операций.

В частности не принимаются на обслуживание клиенты, в отношении которых в ходе такой предварительной оценки выявлены стоп-факторы. Например, нахождение в списках лиц причастных к террористической или экстремистской деятельности, предъявление недействительных документов или документов с явными признаками фальсификации, и в ряде других случаев. Дело в том, что обслуживание таких клиентов сопряжено с повышенными рисками вовлечения компании в операции по отмыванию преступных капиталов и, как следствие, потери деловой репутации. Но организация таких процедур — уже совсем другая история. ◻

Кризис придумали чиновники

Общероссийская Ассоциация региональных социологических центров «Группа 7/89» провела третью волну исследовательского проекта «Межрегиональный индекс кризисного сознания» (МИКС–3). (Первая волна исследования была проведена в ноябре-декабре 2008 года в 17 городах и регионах страны, вторая волна — в марте 2009 года).

По результатам этого этапа исследования можно сделать несколько выводов.

Во-первых, к октябрю 2009 года показатели самочувствия и социального оптимизма стали существенно выше, чем в марте. В восприятии населения так называемое «дно кризиса» уже пройдено, и в будущем серьезных потрясений не предвидится. Во-вторых, ответственность за кризис респонденты склонны возлагать на действия российского руководства. При этом те же самые действия одобряются относительным большинством населения.

Около половины (51%) опрошенных говорят, что они удовлетворены жизнью, которую ведут в настоящее время. Распределение ответов на вопрос о материальном положении семьи почти точно соответствует распределению, полученному до начала кризиса. За время с марта по октябрь 2009 года заметно снизилась доля ответов «Материальное положение за последний год ухудшилось», и одновременно выросла доля ответов «Материальное положение за последний год улучшилось».

Жители российских городов стали заметно меньше опасаться ухудшения как собственного материального благополучия, так и благополучия большинства россиян.

Мнение «Никакого реального кризиса нет, это все разговоры нерадивых чиновников и бизнесменов, пытающихся скрыть свое неумение работать, или просто воровство» поддерживает довольно большая группа респондентов — 32%. Большинство респондентов (46%) склонны полагать, что ответственность за возникновение кризиса в российской экономике лежит на непродуманной политике российского руководства и российских компаний. На внешние силы («действия иностранных государств и компаний»), несмотря на довольно высокую распространенность этого мнения в СМИ, возлагает ответственность лишь каждый пятый участник опроса. При этом на федеральную власть возлагается ответственность как за начало кризиса, так и за выход из него.

Кризисные ожидания населения претерпели существенные изменения. По сравнению с мартом в среднем более чем вдвое (с 47% до 19%) упали доли ответов «Будет усиливаться», и почти втрое (с 9% до 26%) выросли доли ответов «Будет ослабляться».

Больше трети работающих (или ищущих работу) респондентов опасаются потерять (или не найти) рабочее место. Нет таких опасений у 41% опрошенных.

К отраслям, среди работников которых наиболее высока уверенность в сохранении рабочих мест, относятся, прежде всего, армия, милиция, связь и информационные технологии, наука, образование, здравоохранение, юриспруденция, государственное и муниципальное управление — то есть, по преимуществу, те отрасли, которые имеют бюджетное (государственное или муниципальное) финансирование.

Работающие респонденты за последние два-три месяца чаще всего сталкивались с такими проявлениями кризиса, как отмена или сокращение премий и бонусов (32% от числа работающих) и сокращение заработной платы (31%).

Не затронутым лично никакими проявлениями кризиса оказался каждый второй работающий респондент. Каждый четвертый не сталкивался с проявлениями кризиса и в коммуникациях с коллегами, знакомыми, родственниками.

Нынешняя ситуация на рынке труда в восприятии респондентов далека от безнадежной. Каждый второй респондент в возрасте не старше 65 лет считает, что найти работу по специальности в его городе (районе) хоть и не легко, но вполне возможно. Сходные данные получены и в ответах на вопрос «легко ли найти работу со средним заработком».

Легче всего найти работу по специальности работникам финансовой сферы, специалистам по связи и информационным технологиям, а также занятым в сфере услуг. Ниже всего оценивают свои перспективы работники сельского/лесного хозяйства и занятые в промышленном производстве.

Собственный запас прочности респондентами оценивается не очень высоко — почти в половине случаев привычный уровень потребления удастся сохранять не более одного месяца.

В предполагаемом антикризисном поведении населения преобладают две стратегии — пассивная («резко сокращу расходы, буду экономить на всем») и активная («постараюсь найти дополнительные источники дохода»).

Марина Баратова
магистр частного права,
ст. преподаватель кафедры гражданского права факультета права
Государственного университета — Высшей школы экономики

Вместо кредита

Под секьюритизацией следует понимать перемещение финансирования с рынка кредитов на рынок капитала

Рабочей группой Ассоциации региональных банков России разработан проект Федерального закона «О секьюритизации». Целью законопроекта является формирование правовой базы для секьюритизации по российскому праву. Рассматриваются также иные предложения по совершенствованию законодательства в области секьюритизации.

Новые нормативные акты как решение проблемы «узаконивания» процесса секьюритизации в юридической реальности нашей страны.

Развитие секьюритизации

Термин «секьюритизация» «изобрел» Льюис Раниери (Lewis S. Ranieri), который являлся главой ипотечного департамента Salomon Brothers (одного из крупнейших американских инвестиционных банков).

Впервые в печати этот термин появился в 1977 году в Wall Street Journal в колонке «Слухи со Стрит». Льюис Раниери использовал его в своей беседе с репортером Wall Street Journal Анн Монро (Ann Monroe), который впоследствии напечатал в своем журнале статью, посвященную описанию андеррайтинга первого выпуска ценных бумаг, обеспеченных залогом прав требования по ипотечным кредитам. Сделка была основана на использовании схемы, в соответствии с которой специальное юридическое лицо (SPV) распределяет между держателями ценных бумаг все «сгенерированные» пулом кредитов денежные средства на момент очередной выплаты по бумагам[1].

В США сделки секьюритизации стали проводиться с 1970-х годов, в 80-х годах прошлого столетия аналогичные сделки получили распространение в странах с англо-саксонской правовой системой - в Великобритании и Канаде, а в 90-х годах XX века добрались и до Западной Европы. Целью подобных сделок является рефинансирование банковского капитала с помощью пула ценных бумаг[2].

Под секьюритизацией в этот период времени понимается перемещение международного финансирования с рынка кредитов на денежный рынок и рынки капитала; замена кредитного финансирования схемами, основанными на выпуске ценных бумаг; исключение банков из схем финансирования (дезинтермедиация) [3].

В этой статье:

Общее понятие секьюритизации.

Законодательство о секьюритизации.

Секьюритизация в Концепции развития законодательства о ценных бумагах и финансовых сделках.

В странах Восточной и Центральной Европы подобные сделки начали проводиться в XXI веке, а в СНГ пионером секьюритизации стал Казахстан. Так, в 2003 году Народный банк Казахстана привлек подобным образом примерно 100 млн долларов. В нашей стране первую сделку секьюритизации провел РОСБАНК, который в 2004 году привлек 300 млн долларов при посредстве компании Russian International Card Finance S.A.[4]

К этому времени понятие и цели процесса секьюритизации слегка трансформировалсь. Под этим термином стали понимать инновационную технику финансирования, основной целью которой является списание финансовых активов с баланса предприятия и их рефинансирование посредством выпуска ценных бумаг на международном денежном рынке и рынке капиталов[5].

Иными словами, в соответствии с международными стандартами, под секьюритизацией стали понимать инновационную форму (технику) привлечения средств (финансирования), основными этапами которой являются следующие:

1 этап — от основного имущества юридического лица отделяются финансовые активы, дающие право на получение денежных выплат (Assets);

2 этап — финансовые активы (Assets) юридического лица списываются с баланса компании (Originator);

3 этап — финансовые активы (Assets) собираются в единый пул и передаются финансовому посреднику — специально созданному юридическому лицу (Special Purpose Vehicle, SPV). На этой стадии пул активов приобретает юридическую самостоятельность и становится независимым от первоначального юридического лица (Originator);

4 этап — специально созданное юридическое лицо (Special Purpose Vehicle, SPV) рефинансирует финансовые активы (Assets) посредством выпуска ценных бумаг (Asset Backed Securities — ABS), либо путем получения синдицированного кредита (Asset Backed Loan).

Иногда 1-й и 2-й этапы объединяют в одну стадию. При этом говорят о диверсифицированном пуле активов (портфеле кредитов или закладных), который выделяется и списывается с баланса кредитной организации.

Таким образом, в результате процесса секьюритизации мы получаем преобразование мало ликвидных активов компании в финансовые инструменты рынка капиталов (денежного рынка).

Основными участниками сделки секьюритизации являются следующие субъекты: оригинатор, агент по обслуживанию, специально созданное для целей секьюритизации юридическое лицо (спецюрлицо), должники, инвесторы, банк (или банковский синдикат).

Упрощенная базовая схема стандартной сделки секьюритизации приведена на рис. 1:

Законодательное регулирование секьюритизации

На сегодняшний день законодательство, регулирующее процесс секьюритизации активов, уже принято в ряде стран, а именно: в Великобритании, Германии, Греции, Италии, Испании, Португалии, Франции и др. странах.

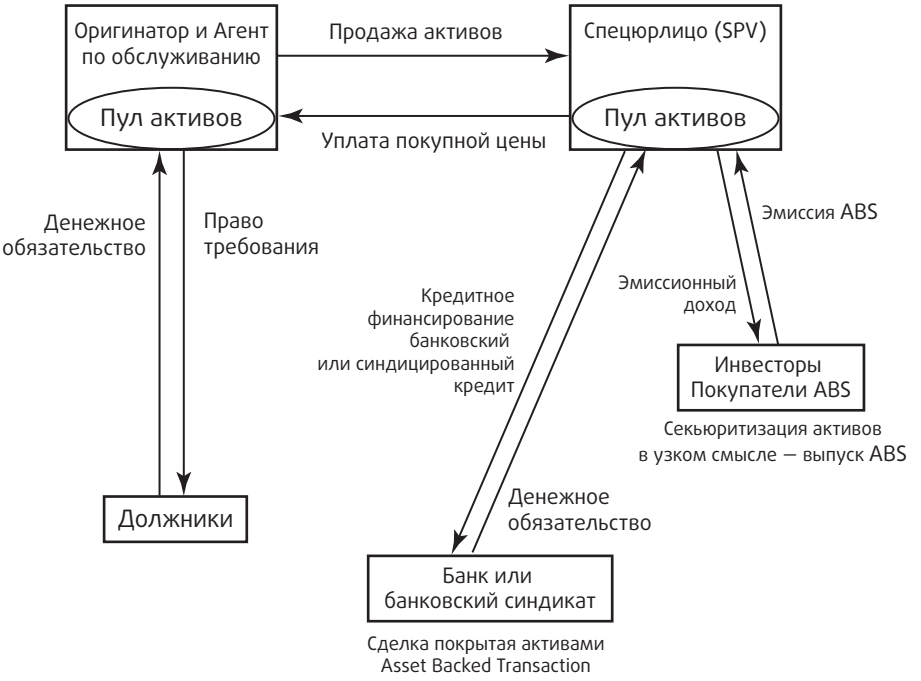
В России в настоящее время законодательство, регулирующее процесс секьюритизаци, включает в себя общие нормы ГК РФ и два федеральных специальных закона — «Об ипотечных ценных бумагах» (который был принят в 2003 году и заложил основы для секьюритизации ипотеки) и «Об инвестиционных фондах».

Да и сами сделки нельзя назвать широко распространенным явлением на нашем финансовом рынке. Очевидно, именно этим обстоятельством возможно объяснить тот факт, что в русском юридическом языке пока отсутствует национальная терминология, необходимая при совершении и описании сделок секьюритизации. Как правило, применяемые термины, обозначающие финансовые и юридические институты секьюритизации, англоязычны, перевод этих терминов на русский язык или отсутствует или не единообразен. Да и сам термин «секьюритизация» трактуется различным образом.

Например, в «Современном экономическом словаре» под секьюритизацией понимается расширение использования ценных бумаг в качестве инструмента регулирования рыночных отношений и движения ссудного капитала[6].

По мнению А. С. Селивановского, секьюритизация — процесс финансирования или рефинансирования каких-либо

Рисунок 1. **Упрощенная базовая схема стандартной сделки секьюритизации**



активов компании, приносящих доход, посредством «преобразования» таких активов в торгуемую, ликвидную форму через выпуск облигаций или иных ценных бумаг[7].

По мнению Ю. Туктарова, секьюритизация — с точки зрения права — представляет собой совокупность норм, которые позволяют эффективно рефинансировать договорные денежные требования за счет фондового рынка. При этом основной целью владельца денежных требований, то есть основной целью секьюритизации, является получение максимальной цены в результате рефинансирования принадлежащих ему денежных требований[8].

По мнению ряда авторов (Буров В. В., Патрин Д. А., Ткач И. Б., Кашин В. и др.), целью секьюритизации является рефинансирование капитала, предназначенного для совершения факторинговых[9], лизинговых[10] либо других операций.

Зачастую институт секьюритизации отождествляют с институтом обеспечения исполнения обязательств. В частности, при необходимости обеспечения кредита говорится о необходимости его секьюритизировать[11].

Таким образом, для грамотного применения техники секьюритизации на российском финансовом рынке необходимо, для начала, законодательно определить, что же именно означает этот термин.

Для решения данной проблемы юридическим сообществом России были предприняты определенные действия.

Так, рабочей группой Ассоциации региональных банков России был разработан проект Федерального закона «О секьюритизации».

Целью законопроекта является формирование правовой базы для секьюритизации по российскому праву. Законопроект подготовлен на основе действующего законодательства Российской Федерации с учетом мирового опыта создания условий для секьюри-

тизации, в особенности стран с развитыми финансовыми рынками. В частности, предлагаемое законопроектом определение секьюритизации подобно дефинициям, которые содержатся в законодательстве Люксембурга, Индии и Сингапура.

Предлагаемый проект закона состоит из 22 статей и содержит определения секьюритизации, оригинатора, спонсора и специализированного финансового общества (далее по тексту — СФО). В представленной выше схеме используется термин «специальное юридическое лицо» — спецюрлицо. Представляется, что термин СФО более точно передает специфику рассматриваемого института, хотя в специальной литературе в настоящее время применяются оба термина. В тексте настоящей статье предпочтение отдано термину СФО.

В соответствии с ст. 1 проекта Федерального закона «О секьюритизации»[12] под секьюритизацией понимаются действия, направленные на принятие прямо или опосредованно рисков, связанных с правами требования, иными активами, деятельностью (видами деятельности) третьих лиц, и выпуском ценных бумаг, стоимость и доходность которых зависят от указанных рисков.

Исходя из предлагаемого определения, возможно выделить следующие основные признаки секьюритизации:

- принятие специализированным финансовым обществом на себя рисков, связанных с определенными активами или деятельностью третьих лиц;
- выпуск ценных бумаг, поступления по которым являются производными от соответствующего актива или деятельности.

СФО может принимать на себя как «общие» риски (например, приобретение соответствующего актива — в частности, права требования по ипотечному кредиту), так и риски, связанные с бизнесом конкретной компании. Кроме того, ФСО может принять на себя риск наступления негативных событий в отношении определенного финансового актива. На четвертом, заключительном этапе секьюритизации, производится выпуск СФО ценных бумаг, которые будут обеспечены какими-либо финансовыми активами (например, правом собственности СФО, правом залога или иными правами), доходом от бизнеса или поступлениями, которые зависят от наступления определенного события.

При этом в пояснительной записке к проекту Федерального закона «О секьюритизации» оговаривается, что предлагаемая дефиниция вводится для определения секьюритизации финансовых активов и дальнейшего использования в законодательстве о ценных бумагах, в частности, в правовых актах, регламентирующих процедуры выпуска ценных бумаг и правила раскрытия информации о ценных бумагах.

На основе представленного определения секьюритизации авторы законопроекта предлагают внести изменения в законодательство РФ о ценных бумагах. Предположительно изменения будут касаться правил выпуска СФО ценных бумаг, обеспеченных финансовыми активами, обеспеченных доходами от бизнеса, а также ценных бумаг, исполнение по которым зависит от кредитного риска определенного финансового актива.

В соответствии с ст. 1 проекта Федерального закона «О секьюритизации» под оригинатором (Originator) понимается юридическое лицо, которое заключило или планирует заключить в будущем договоры, требования по которым включены:

- в состав обеспечения по размещаемым специализированным финансовым обществом ценным бумагам;
- в состав паевого инвестиционного фонда.

Иными словами, оригинатор – это коммерческое юридическое лицо, которое владеет и создает активы, предназначенные для секьюритизации. Данный процесс происходит в результате обычной предпринимательской деятельности путем поставки товаров, выдачи кредитов, сдачи имущества в аренду и т.д.

Спонсором (согласно ст. 1 проекта Федерального закона «О секьюритизации») является юридическое лицо, которое инициирует выпуск специализированным финансовым обществом ценных бумаг путем продажи или распоряжения иным образом требованиями по денежным обязательствам, иным имуществом, непосредственно или опосредованно, в том числе через третье лицо.

При совершении сделок секьюритизации, с позиций гражданского и особенно налогового права, особенно важное значение приобретает юридическая самостоятельность и экономическая независимость СФО (спецюрлица (SPV) от оригинатора. В процессе сделки происходит уступка активов юридически самостоятельной структуре, следовательно, надежность активов перестает зависеть от состояния и уровня общего предпринимательского риска банка—оригинатора. Подобный эффект получил название «внебалансового» (Off-Balance-Sheet) финансирования.

Под специализированным финансовым обществом (наиболее распространенный зарубежный термин — Special Purpose Vehicle, SPV) в секьюритизации понимается юридическое лицо, созданное в целях обособления секьюритизируемых финансовых активов и (или) рисков, которые с ними связаны.

Обособление финансовых активов и рисков является результатом (приемом юридической техники), но не самоцелью, и необходимо для того, чтобы доход по выпускаемым СФО ценным бумагам зависел от ограниченного количества прогнозируемых факторов.

Учитывая значительность роли, которую играет СФО в процессе секьюритизации, авторы законопроекта отвели нормам, регулирующим СФО отдельную главу.

В соответствии со ст. 2 проекта Федерального закона «О секьюритизации»[13] под специализированным финансовым обществом понимается хозяйственное общество, созданное с целью эмиссии ценных бумаг, исполнение обязательств по которым осуществляется за счет денежных поступлений по правам требования и (или) иному имуществу или с иной хозяйственной целью. При этом СФО не имеет права участвовать в трудовых отношениях. СФО может быть создано как в виде общества с ограниченной ответственностью, так и в виде акционерного общества, положения Федеральных законов «Об акционерных обществах» и «Об обществах с ограниченной ответственностью» распространяются на специализированные финансовые общества с учетом особенностей деятельности СФО.

Таким образом, возможно сделать вывод, что СФО не является новой организационно-правовой формой юридического лица, а термин «специализированное» означает некоторое ограничение прав «классического» ООО или акционерного общества.

Представляется, что создание новой организационно-правовой формы юридического лица специально для сделок секьюритизации было бы более логичным. В любом случае, этот вопрос должен быть урегулирован в рамках специального законодательства о юридических лицах, но ни как не в специальном законе, как это считают авторы законопроекта. Так, в тексте пояснительной записки к проекту Федерального закона «О секьюритизации» четко сказано, что целью предлагаемого законопроекта является введение общих требований к СФО при секьюритизации финансовых активов любого вида.

Согласно ст. 4 проекта Федерального закона «О секьюритизации» к специализированному финансовому обществу, в целях более надежного обособления финансовых активов и связанных с ними рисков предъявляются в том числе следующие требования:

1. Проведение сделок по секьюритизации будет являться для СФО единственным и исключительным предметом деятельности. Выполнение данного условия позволит устранить возможность предъявления к СФО требований со стороны субъектов, которые не будут принимать участия в процессе секьюритизации. Для решения этого вопроса авторы законопроекта предлагают указать осуществление секьюритизации как исключительный предмет деятельности в уставе хозяйственного общества (СФО);
2. Будет установлен ограниченный круг потенциальных кредиторов, требования которых к СФО подлежат удовлетворению в первую очередь по сравнению с требованиями кредиторов СФО по секьюритизации (то есть по сравнению с требованиями депозитария ценных бумаг и др.). Предполагается решить данный вопрос путем принятия нормы, запрещающей СФО участвовать в трудовых отношений. Следовательно, работники не смогут являться потенциальными кредиторами в случае введения процедур банкротства в отношении СФО;
3. Вводится упрощенная структура органов управления, что позволит передать права, связанные с участием в уставном капитале СФО, независимому лицу. Авторы законопроекта предлагают ввести ограничения в отношении учредителей и участников СФО, установить запрет на избрание в СФО совета директоров, формирование коллегиального исполнительного органа. При этом предполагается, что функции единоличного исполнительного органа будет выполнять независимая от оригинатора и спонсора управляющая компания;
4. Ведение бухгалтерского учета СФО предлагается передать профессиональной специализированной организации. При этом совмещение осуществления полномочий единоличного исполнительного органа СФО и ведения бухгалтерского учета этого же общества одним юридическим лицом запрещается;
5. В целях предотвращения возможного конфликта интересов владельцев облигаций и спонсора (оригинатора), предлагается установить запрет на участие в уставном капитале СФО спонсора, оригинатора, а также их аффилированных лиц;
6. В полное наименование СФО на русском языке должны быть обязательно включены слова «специализированное финансовое общество».

Дальнейшее развитие законодательства

Рассматриваемый проект Федерального закона «О секьюритизации» — не единственный проект нормативно-правового акта, предлагающий решение проблемы «узаконивания» процесса секьюритизации в юридической реальности нашей страны.

Так, Совет при Президенте Российской Федерации по кодификации и совершенствованию гражданского законодательства, на основании протокола № 69 от 30 марта 2009 года, рекомендовал к опубликованию в целях обсуждения проект Концепции развития законодательства о ценных бумагах и финансовых сделках (далее по тексту — проект Концепции)[14].

В третьем параграфе (который так и назван — «Секьюритизация») первого раздела проекта Концепции сформулировано определение секьюритизации как совокупности сделок, которые позволяют финансировать (рефинансировать) активы юридических лиц, приносящих доход, посредством «преобразования» таких активов или рисков, связанных с такими активами, в торгуемую форму путем выпуска или выдачи ценных бумаг.

Под результатом секьюритизации в проекте Концепции понимается пре-

образование низколиквидных активов юридического лица (или совокупности юридических лиц) в ликвидные активы. Также выделены виды инновационной техники (а именно: классическая и синтетическая) представлена оценка законодательства, в соответствии с которым в России осуществляется секьюритизация.

Авторами проекта Концепции сделан вывод о том, что без существенных юридических рисков в рамках российского законодательства возможна только секьюритизация прав требований по ипотечным кредитам. Перечислены виды финансовых активов в отношении которых секьюритизация невозможна. К таким активам относятся следующие: права требования по потребительским кредитам, банковским картам, права требований, в отношении будущих прогнозируемых платежей, лизинговым договорам и некоторые другие.

Также в проекте Концепции обозначены основные проблемы, с которыми сталкиваются на практике специалисты при осуществлении секьюритизации иных видов финансовых активов. Таковыми являются: фрагментарное регулирование залога прав требований, строго формализованные процедуры уступки прав требований, невозможность уступить права требования, которые не могут быть индивидуализированы на момент их уступки, специальные требования к специализированному юридическому лицу, которое выступает эмитентом ценных бумаг (специализированное финансовое общество в терминах проекта Федерального закона «О секьюритизации») и иные проблемы.

Второй параграф раздела проекта Концепции содержит предложения по совершенствованию законодательства в этой области права.

Представляется, что следующим этапом в развитии секьюритизации в нашей стране станет формирование правовой базы рассматриваемой инновационной техники. ◻

Примечания и комментарии

[1] Казаков А. А. История секьюритизации. // Рынок ценных бумаг. 2003, № 19.

[2] Asset Securitisation. Supporting document to the New Basel Capital Accord. Bank for international settlements. January 2001.

[3] Бэр Х. П. Секьюритизация активов. М., Волтерс Клувер, 2007.

[4] По данным Иванова О. М., вице-призидента Ассоциации региональных банков России.

[5] Бэр Х. П. Секьюритизация активов. М., Волтерс Клувер, 2007.

[6] Райзберг Б.А., Позовский Л.Ш., Стародубцева Е.Б. Современный экономический словарь. М.,1997.

[7] Селивановский А. С.Правовые риски ипотечного агента // Хозяйство и право.2005, № 8-9

[8] Туктаров Ю. Секьюритизация и инвестиционные фонды // Рынок ценных бумаг. 2005., № 16.

[9] Буров В. В. Некоторые аспекты секьюритизации факторинга в Российской Федерации // Факторинг и торговое финансирование.2008., № 2.; Патрин Д. А., Ткач И. Б. О некоторых правовых аспектах факторских операций // Факторинг и торговое финансирование. 2008. № 1. СПС Гарант Платформа F 1 «Эксперт».

[10] Кашин В. Российский рынок лизинга в 2007 году // Банковское обозрение. 2008. № 4.

[11] В. Драгунов Секьюритизация активов в России. — Сборник «Секьюритизация активов». М., 2007.

[12] Проект Федерального закона «О секьюритизации» (Подготовлен рабочей группой Ассоциации региональных банков России).

[13] Проект Федерального закона «О секьюритизации» (Подготовлен рабочей группой Ассоциации региональных банков России).

[14] См.: сайт Совета при Президенте Российской Федерации по кодификации и совершенствованию гражданского законодательства.

Reinhart, Carmen M. and Kenneth S. Rogoff. This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly.
Princeton: Princeton University Press, 2009.

Два профессора Гарвардского университета, Кармен Рейнхард и Кеннет Рогофф, начали писать книгу об истории экономических кризисов в 2007 году, а вышла она осенью 2009 года.

Авторы пишут, что на протяжении всей истории как богатые, так и бедные страны предоставляли кредиты и брали их, переживали крах и период восстановления. И все они проходили экстраординарную цепь финансовых кризисов. Всякий раз, когда происходил подъем, эксперты утверждали: «This Time is Different» (наше время иное). Заявляя тем самым, что прежние правила и оценки больше не годятся, а новая ситуация имеет мало общего с прошлыми несчастьями.

Рейнхард и Рогофф полагают, что это утверждение ошибочно. В «This Time is Different» они проанализировали огромный фактический материал по финансовым кризисам, которые происходили в 66 странах на пяти континентах в течение восьми столетий. Рассмотрены различные виды кризисов: суверенные дефолты, банковские паники, инфляция и кризисы обменных курсов (обесценивание) национальной валюты.

Ренхард и Рогофф, показывают, что финансовые катастрофы имеют универсальный характер для всех стран, — как с развитыми, так и с развивающимися рынками. Авторы указывают, что история дает нам важные уроки. Но вот извлекли ли мы из них что-либо полезное или вовсе ничему не научились? В каждом кризисе повторяются проявления двух человеческих пороков: высокомерия и невежества. Невежество — полагать, что кризисы происходили исключительно в других странах. А высокомерие заключается в мысли, что мы-то живем в иное время, и наша экономика много лучше прежней.

Сущность синдрома «наше время иное» проста. Корни его — в прочно укоренившейся вере в то, что финансовые кризисы случаются с другими людьми, в других странах и в другое время. Мы все делаем лучше, мы умные и научились на ошибках прошлого. К несчастью, экономики с высоким уровнем задолженности могут многие годы находиться на краю финансовой пропасти, прежде чем изменившиеся обстоятельства и бремя ошибок вызовут кризис доверия и столкнут их вниз.

В первой главе своего исследования авторы рассматривают типы финансовых кризисов. Они также называют некоторые количественные значения-пороги, при которых происходят кризисы: уровень инфляции, падение курса валюты и т.д.

Вторая глава посвящена рассмотрению кризисов внешней задолженности, а третья — истории внутреннего долга и дефолтам по внутренним обязательствам правительств. В ней также рассматривается взаимосвязь между дефолтами по внешним и внутренним суверенным долгам.

В четвертой главе изложена теория банковских кризисов, связь их с инфляцией и обесцениванием валют. Пятая глава посвящена текущему кризису, а в последней, шестой, авторы пытаются ответить на вопрос «Научились ли мы хоть чему-нибудь?». Это, как мы понимаем, американская вариация на тему знакомых нам вопросов: «Кто виноват?» и «Что делать?»

Владимир Кузнецов