Содержание

№1, ЯНВАРЬ 2012

Индикатор параметров риска

Алексей Новиков, руководитель Standard & Poors в России, рассказывает главному редактору «Вестника НАУФОР» Ирине Слюсаревой, почему агентство работает для инвесторов, зачем нужен режим специального наблюдения и как постоянно меняющиеся методики дают новые идеи.

14

49

Уступка за уступкой

Необходимость создания ЦД обсуждалась больше десяти лет, но последствия принятого закона трудно оценить. Он может стать как толчком к созданию в стране реального финансового центра, так и привести к очередному оттоку ликвидности из России. Сейчас можно сказать только, что нормы, прописанные в законе, приведут к существенному изменению структуры фондового рынка.

ТЕМА НОМЕРА: ДВИГАТЬСЯ ДАЛЬШЕ

4

Диверсифицировать — и двигаться дальше

Гендиректор инвестиционной компании «ОЛМА» Андрей Белинский рассказывает главному редактору «Вестника НАУФОР» Ирине Слюсаревой о том, как он оценивает перспективы наступившего года; о пяти центрах прибыли внутри компании; а также о том, какую норму прибыли могут хотеть требовательные клиенты.

26

С прицелом на будущее

Первая редакция Стандартной документации для срочных сделок на финансовых рынках была опубликована в 2009 году. Затем понадобилась доработка первоначальных документов: во-первых, изменилось законодательство; во-вторых, было необходимо учесть результаты детального изучения документации. Сейчас эта работа завершена.

ЭКСПЕРТНОЕ МНЕНИЕ

42

Сюрприз от несогласных

Динамика российского рынка акций в 2011 году в целом была негативной. Рынок акций РФ в 2011 году оказался в «середнячках», упав чуть более чем на 20% среди стран с развивающейся экономикой, для которых агентство Standard & Poor's рассчитывает страновые инвестиционные индексы S&P/IFCI.

ЗАДАЧА / РЕШЕНИЕ

58

Соразмерно нарушению

Эксперты обсуждают предложения НАУФОР относительно дифференциации мер административного взыскания, направленные в ФСФР.

ЗАДАЧА / РЕШЕНИЕ

62

Решительно важно

13 декабря 2011 года НАУФОР провела круглый стол «Об основных приоритетах развития российского фондового рынка в 2012 году». Стимулирование внутреннего спроса и повышение конкурентоспособности российского первичного рынка — две первоочередные задачи, которые необходимо хотя бы попытаться решить в текущем году.

Двигаться дальше

Жизнь, прошу заметить, имеет некоторое сходство с детской пирамидкой.
Ведь как устроена пирамидка? Правильно, это деревянный штырек, на который нанизываются кольца различного диаметра. Так ведь и с жизнью то же самое: прожитые годы закольцовываются, а затем накапливаются (на не вполне очевидном, правда, носителе). И порой даже может казаться, что между кольцами больше сходства, нежели различий. И ровно так же один год сильно похож на другой.

Но параллель не вполне соответствует действительности. Да, после новогодних праздников начинается верстка рабочих планов на следующий деловой год, и при этом какие-то пункты прошлогодней повестки приходится переносить в год наступивший.

Но в целом повестка ежегодно обновляется. Притом, что самое интересное, обновляется кардинально. Живая жизнь имеет сложную неформализуемую структуру, и в этом заключается ее драйв, имеющий негеометрическое происхождение.

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, президент ЗАО «ММВБ»;
Дмитрий Ананьев, первый заместителя председателя Комитета Совета Федерации по бюджету и финансовым рынкам;
Вадим Беляев, генеральный директор финансовой корпорации «Открытие»;
Сергей Васильев, заместитель председателя Внешэкономбанка;
Алексей Ведев, заместитель министра финансов РФ;
Анатолий Гавриленко, председатель наблюдательного совета группы компаний «АЛОР»;
Владимир Евстигнеев, д.э.н., зав. кафедрой ГУ-ВШЭ;
Ольга Кудинова, заместитель председателя правления НАУФОР;
Юрий Минцев, генеральный директор ИК «Брокеркредитсервис»;
Яков Миркин, зав. отделом международных рынков капитала ИМЭМО РАН, председатель Совета директоров ОАО «ИК «Еврофинансы»;
Алексей Тимофеев, председатель правления НАУФОР;
Александр Трегуб, начальник аналитического управления НАУФОР;
Борис Черкасский, заместитель генерального директора НРД;
Александр Щеглов;
Олег Ячник, председатель Совета директоров ОАО «Инвестиционная фирма «Олма».

Редакция
Шеф-редактор **Владимир Кузнецов**
Ответственный секретарь **Лидия Ни**
Арт-директор **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 тел. +7 (495) 787-7775, доб. 5150 Татьяна Миронова.
Отпечатано в типографии «Парадиз»
Москва, Ленинградский проспект, дом 47
Тираж 1500 экз.
«Роспечать» 79361
«Объединенный каталог «Пресса России», 27904

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.

июнь 2012 года

Москва, Московский городской гольф-клуб

XII церемония награждения победителей Национального конкурса

ЭЛИТА ФОНДОВОГО РЫНКА 2011

Национальный конкурс «Элита фондового рынка» — один из старейших и авторитетных конкурсов на финансовом рынке, ежегодно называющий лучших представителей инвестиционного сообщества за прошедший год.

ПОБЕДИТЕЛИ БУДУТ НАЗВАНЫ В СЛЕДУЮЩИХ НОМИНАЦИЯХ:

- Лучший трейдинг
- Лучшая аналитика
- Лучшая юридическая служба
- Лучшие кастодиальные услуги
- Лучший инвестиционный банк
- Управляющая компания фондов
- Компания услуг для розничных инвесторов
- Компания рынка акций
- Компания рынка облигаций
- Компания срочного рынка
- Развитие бизнеса
- Новый финансовый инструмент
- Проект по развитию национального рынка
- За личный вклад в развитие фондового рынка
- Компания Северо-Западного региона
- Компания Уральского региона
- Компания Юга России
- Компания Юго-Восточного региона
- Компания Поволжского региона
- Компания Восточно-Сибирского региона
- Компания Западно-Сибирского региона
- Компания года

Оргкомитет конкурса: 8 (495) 787–77–75, доб. 5226, 5150

www.naufor.ru

Андрей Белинский
генеральный директор инвестиционной компании «ОЛМА»

Диверсифицировать — и двигаться дальше

Брокерский бизнес, связанный со сделками по акциям второго эшелона, нужно видоизменять и перестраивать

Гендиректор инвестиционной компании «ОЛМА» Андрей Белинский рассказывает главному редактору «Вестника НАУФОР» Ирине Слюсаревой о том, как он оценивает перспективы наступившего года; о пяти центрах прибыли внутри компании; а также о том, какую норму прибыли могут хотеть требовательные клиенты.

— Как вы оцениваете объединение бирж?

— Честно говоря, к объединению бирж отношусь не очень хорошо.

Уверен, что успехи, которых достигла РТС за последние десять лет, в первую очередь объяснялись наличием конкуренции на российском рынке. Я (как и другие мои коллеги) напрямую участвовал в процессе принятия решений на РТС, видел его изнутри. Поэтому могу сказать, что именно конкуренция определила успехи того же рынка «FORTS» — ведь он несколько лет занимал (и занимает!) место в топ-10 ведущих деривативных площадок мира. Все эти достижения были следствием конкурентной борьбы между двумя нашими биржами. А сейчас конкуренции по факту нет, и я далеко не уверен, что у ребят останется желание такими же темпами и с такой же отдачей придумывать что-то новое. Единственный положительный момент, который мы уже получаем от объединения, это решение вопроса с центральным депозитарием. Все остальные плюсы пока под очень большим вопросом.

Мотивы для объединения были чисто рыночными: имело место классическое поглощение конкурента. Акционерам РТС была предложена хорошая цена, и мотивы сторон тут понятны. Но с точки зрения развития рынка и строительства международного финансового центра объединение бирж мне кажется, скорее, минусом. За счет конкурентной борьбы мы могли бы получать современные технологии, более развитые рынки.

Иностранные инвесторы не придут в Россию только по той причине, что здесь создана единая биржа.

— То есть вы считаете, что объединение бирж — недостаточное условие для прихода иностранных инвесторов?

— Я бы даже сказал, что объединение бирж мало повлияет на создание МФЦ. Отсутствие центрального депозитария действительно создавало про-

блемы, мешало созданию МФЦ в России. Но объединять для этого биржи и убивать конкуренцию — не тот путь, по моему мнению.

За счет конкурентной борьбы наши биржи могли бы предложить тем же иностранным инвесторам более качественные сервисы. Сейчас они потратят много времени для того, чтобы притереть команды, технологии. Что будет со спот-рынком ММВБ, например? Закрывать его или нет? Останется ли RTS Standard единственным рынком или он будет каким-то дополнением, довеском, как в свое время был ММВБ+?

До сих пор существуют две секции срочного рынка, одна из них создана на РТС, вторая — на ММВБ. На мой взгляд, срочный рынок можно было интегрировать гораздо быстрее и жестче. По деривативам у РТС явное преимущество, и можно было сделать все достаточно быстро именно на этой базе. Но с самого начала был выбран мягкий путь интеграции.

По споту тоже очень большие вопросы. Если мы говорим о том, что в России будет построен мировой финансовый центр, соответственно, нужно делать упор на технологии, которые приняты в других мировых финансовых центрах, — отсутствие 100%-ного преддепонирования, отсрочка по расчетам, интегральные системы гарантийного обеспечения, клиринга. Такие технологии фактически были созданы в РТС. Будут ли они взяты за базу? Следует учитывать, что спотовый рынок ММВБ тоже имеет большую хорошую историю, и бизнес многих участников завязан на этот рынок. Если б все эти технологии продолжали развиваться в разных коммерческих структурах, тогда в результате жизнь сама показала бы, какая из них более эффективна. В рамках же одной биржи содержать два проекта неэффективно, и нужно будет делать выбор. А выбор может затянуться.

Я уже не говорю о том, что на слияние, выкупы акций потрачено достаточно много денег, которые можно было направить на развитие рынков и технологий.

— От сторонников интеграции звучал довод, что незачем развивать конкуренцию в рамках национального рынка, если мы должны конкурировать на глобальном рынке. Фактор глобальной конкуренции сам по себе не может двигать нашу площадку к сияющим высотам?

— Да я не знаю, что мешало каждой из российских бирж конкурировать с глобальными по отдельности. И у одной, и у другой площадки была экспансия в страны СНГ, РТС открыла представительство в Лондоне. Ничто не мешало РТС врываться в международные рейтинги и конкурировать, таким образом, за ликвидность на мировых рынках.

Глобальная конкуренция, безусловно, есть. Но будет ли проще ситуация, когда работает одна биржа, которая лишена мотивации внутри? Или было лучше оставить две площадки, которые, борясь между собой, предлагали бы новые сервисы. Может быть, так легче было бы конкурировать с теми же глобальными игроками. Слияния тоже имеют пределы. Сейчас, например, NYSE и Deutsche Boerse никак не могут слиться. Регулирующие органы увидели, к чему это может привести, — некоторые сегменты рынка будут полностью монополизированы. Это означает, что не будет развития, что можно столкнуться с диктатом по тарифам и так далее. И на текущий момент антимонопольные органы фактически заблокировали это слияние. Хотя аргументацией бирж в данном случае как раз и были глобальная конкуренция и внебиржевой рынок. Именно то же самое говорили и в России, агитируя за слияние.

Пока те решения, которые принимаются на уровне регулирующих органов, не стимулируют глобальную конкуренцию с нашей стороны. Мы собираемся строить международный финансовый центр в России, но при этом разрешаем эмитентам размещаться там, где они хотят. Этот странный, нелогичный шаг фактически поддерживает уже действующие мировые финансовые центры. Складывается впечатление, что решение принято под давлением крупных игроков рынка, которым выгодно размещать эмитентов за пределами России. Четкого понимания действий, нужных для того, чтобы построить международный финансовый центр, видимо, не выработано. А единую биржу можно преподнести как некий этап процесса построения МФЦ.

Пока те решения, которые принимаются на уровне регулирующих органов, не стимулируют глобальную конкуренцию с нашей стороны. Мы собираемся строить международный финансовый центр в России, но при этом разрешаем эмитентам размещаться там, где они хотят. Этот странный, нелогичный шаг фактически поддерживает уже действующие мировые финансовые центры.

Да, за РТС были предложены хорошие деньги. Но мне кажется, что если бы ММВБ промедлила, то, возможно, через год, наоборот, уже РТС покупала бы эту биржу, — если ориентироваться на те темпы, которыми развивалась РТС, на ее намерение провести IPO. РТС быстро набирала вес. С точки зрения рыночной логики ММВБ все сделала правильно, но я не думаю, что это нужно связывать с МФЦ и глобальной конкуренцией.

— Так или иначе, слияние произошло, и нужно двигаться в том формате, который существует по факту. Как вам кажется, какие важные проекты должна продвигать объединенная биржа? На чем следует фокусироваться, для того чтобы мощно развиваться?

— Проблема все-таки не в бирже, а в самом рынке. Инвесторов на нашем рынке мало. Список эмитентов, чьи ценные бумаги можно купить или продать, узок для такой большой страны, как наша. Дивидендная политика у многих компаний непонятная. Западные инвесторы имеют возможность вкладываться в акции, а потом жить на дивиденды. У нас на это нет даже надежды.

Нужно начинать с решения этих задач, а не с объединения площадок.

Биржа играет вторичную роль. Да, она есть. На ней применяются хорошие технологии, позволяющие проводить первичные размещения, обрабатывать миллионы сделок. И капитализации у нее хватает. И приходили крупные инвесторы сюда, и никто не задавался вопросом, что у РТС, например, мало денег в страховом фонде. Технологии РТС пережили не один кризис и уже всем все доказали. То есть возможностей биржи вполне достаточно для того, чтобы проводить действия, связанные с размещением капитала или раскруткой новых инструментов.

Вопрос в самой базе, в рынке. Возможности биржи формировать рынок ограниченны. Она не может воспитать инвесторов или повысить уровень их дохода, заставить вкладываться в ценные бумаги и так далее. Вопрос о стимулировании спроса долгосрочных инвесторов ставился уже много раз. Вопрос о налоговых льготах для них прозвучал даже на уровне первых лиц государства. Но воз и ныне там, хотя прошло уже три с половиной года.

Что касается первоочередных задач для единой биржи, то уверен, что как можно быстрее нужно завершить все организационные моменты, в том числе сделать более компактную управленческую команду, оптимизировать численность и расходы через построение единых технологий расчетов и

клиринга для всех рынков ММВБ-РТС, а также начать процесс перехода на единый софт.

— Насколько я понимаю, проект МФЦ был создан для того, чтобы комплексно решать не только технологические вопросы, но и вопросы среды. То есть когда мы говорим о том, что же сдерживает развитие рынка, то возникает много внешних, нерыночных, вопросов — отсутствие платежеспособного спроса, ситуация с судебными органами, инвестиционный климат. Создана рабочая группа по построению МФЦ, и, насколько я понимаю, у них все-таки есть достижения. Как вы оцениваете результаты работы по созданию МФЦ?

— На уровне потребителей и участников МФЦ мы пока ничего не чувствуем.

В России проводится множество конференций и прочих мероприятий, и все время там говорится об одном и том же — дайте налоговые льготы физическим лицам, дайте людям возможность становиться частными управляющими (лицензируйте этот вид деятельности). Это шаги, которые подпитывают внутреннюю базу. МФЦ — это же не просто привлечение иностранцев, это еще и рост внутреннего спроса, рост возможностей тех людей, которые формируют здесь рыночную базу. Иностранные деньги часто бывают «горячими» — они пришли на рынок и вышли из него.

— Как вы себе представляете этого внутреннего инвестора? Как вы, например, грубо оцениваете сумму средств, которую они могли бы, если б захотели, вкладывать в национальный рынок? Есть ли смысл работать с мелкими клиентами? Например, Евгений Данкевич все время повторяет: «все говорят, что у нас население неплатежеспособно, но оно достаточно платежеспособно, чтобы покупать наличные доллары».

— Буквально на днях по радио прозвучало, что сумма депозитов населения в банках составляет приблизительно около 1,5 триллионов рублей…

— Понятно, что депозитные деньги никто никогда не понесет на фондовый рынок. Но как, с вашей точки зрения, выглядит потенциал внутреннего инвестора, если бы прямо сейчас ему дали какие-то преференции по фондовому рынку?

— Вы правильно говорите, что нужно подтолкнуть инвестора к выходу на рынок, инфраструктура которого уже построена. Каждая компания готова обучить потенциального клиента и рассказать, какие риски и возможности есть на рынке. У многих компаний созданы сети филиалов по всей территории России; Интернет вошел в жизнь многих людей (Россия по числу пользователей Интернета стремится к лидерам); существуют всевозможные системы удаленного доступа, в том числе по подписанию документов. Вопрос в том, что действительно нет налогового стимулирования. Нет стимула для того, чтобы держать бумаги, чтобы создать некий уровень ценовой поддержки на рынке.

Во-вторых, очень много вопросов к самим эмитентам. Люди покупают бумагу только для того, чтобы перепродать, поскольку держать есть смысл лишь ради дивидендов. Но зачем держать, если дивидендов вообще не будет, если мажоритарные акционеры выведут деньги и на дивиденды почти ничего не останется? Дивиденды могут быть большими, если вдруг один мажоритарий продаст что-то другому. Но это, считай, повезло, потому что предсказать это невозможно. То есть, нет культуры и истории выплаты дивидендов. Соответственно, восприятие фондового рынка у значительной части населения негативное. Лучше купить квартиру. По крайней мере, в ней можно жить или сдавать ее. Или купить доллары.

Целенаправленной программы для появления внутреннего инвестора пока нет. Но мне кажется, что люди несколько по-другому взглянули бы на нашу отрасль, если бы эмитенты платили бы рыночные дивиденды (например, были бы введены обязательные минимальные выплаты в размере 5–10% от прибыли), уважительно относились к правам миноритариев, и налоговое стимулирование стало бы более дружелюбным и прозрачным, стимулирующим как долгосрочных инвесторов, так и тех, кто работает с целым набором (корзиной) инструментов. Ведь если внутренний рынок более устойчив, то на него придут и более серьезные деньги. У нас большая страна с большим потенциалом. В том числе с большим потенциалом инвесторов на фондовом рынке. И с учетом вышесказанного, я уверен, что существенная часть сбережений населения вполне может перетечь на фондовый рынок, а дальше уже начнется поступательное движение по нарастающей.

Люди покупают бумагу только для того, чтобы перепродать, поскольку держать есть смысл лишь ради дивидендов. Но зачем держать, если дивидендов вообще не будет, если мажоритарные акционеры выведут деньги и на дивиденды почти ничего не останется? То есть, нет культуры и истории выплаты дивидендов. Соответственно, восприятие фондового рынка у значительной части населения негативное.

— Слияние ДКК и НРД — отдельная и очень важная вещь. Белла Златкис недавно говорила о том, что в результате возможна конкуренция между нашими депозитариями и зарубежными. Насколько это опасно, с вашей точки зрения? Какие нужно ставить цели и чего пытаться избежать в самом процессе слияния?

— На самом деле слияние ДКК и НРД — это процесс, аналогичный объединению РТС и ММВБ. Это две абсолютно разные платформы, на которых учитываются права собственности на реальные активы, там абсолютно по-разному идет тарификация. Сейчас обе компании оказались в рамках одной группы, и нужно как можно быстрее определяться с базовой технологией и строить единый депозитарий. Ведь в данном случае мы как раз и говорим об этапе в строительстве МФЦ.

Не знаю, началась ли экспансия со стороны иностранных депозитариев, скорее, иностранцы только уходят из нашей страны. И как раз создание единого депозитария будет большим плюсом для нашего рынка.

Если мы говорим о западных фондах, то у многих из них прописано в правилах, что они не могут открыть счета в обычных российских депозитариях. Они открывают счета только в глобальных кастодианах, в том числе имеющих российские «дочки», например, в российском ING или в российском «Ситибанке». Это вовсе не значит, что мы не будем обслуживать такой фонд как брокеры. У «Олмы» тоже есть такие клиенты, они имеют кастоди в больших депозитариях, но при этом мы как брокеры предлагаем им более гибкий и более конкурентный сервис. Фонды работают через нас, а расчеты проводят через свой кастоди.

— Это к вопросу о том, зачем брокерской компании свой собственный депозитарий?

— Собственный депозитарий — это вообще хорошо. С точки зрения российского клиента, наличие своего депозитария, помимо прочего, говорит о

Мы выделяем внутри компании пять центров прибыли. В прошлом году основные доходы пришлись на три центра. Первый — это брокерское обслуживание и операции с рынком акций второго эшелона. Второе — это деривативы. И третье — инвестиционно-банковское направление. Примерно поровну на каждое.

том, что компания солидная. Кроме того, депозитарий в структуре компании дает возможность предлагать клиенту более широкий набор услуг.

— Как вы оцениваете итоги прошлого года для вашей компании? Как выглядела «Олма» на фоне всего рынка?

— Не нужно, наверно, объяснять, каков был рынок в прошлом году. Мы видели много взлетов и падений, серьезно выросла волатильность. Кризис продолжается, деньги из страны уходят. Тем не менее итоги года для «Олмы» я считаю успешными. У нас прилично вырос оборот торгов, мы практически приблизились к цифре в два триллиона рублей. Это рекорд в истории компании. Совершено три с половиной миллиона сделок, число наших клиентов возросло, появились новые услуги. Мы стараемся использовать такие периоды, как нынешний, для того, чтобы придумать и предложить клиентам что-то принципиально новое.

Существенную лепту в итоги года внесло инвестиционно-банковское управление компании. Поэтому я говорю «спасибо» 2011 году.

— Многие годы «Олма» воспринималась преимущественно как брокер. Каким образом у вас появился инвестбанкинг?

— На самом деле если посмотреть историю рынка, то именно «Олма» делала в России первые эмиссии ценных бумаг (РАО ВСМ, ЦУМ и другие). Затем был очевидный «крен» в сторону брокериджа, и примерно три года назад мы вернули инвестбанкинг в «Олму». Для устойчивости бизнеса нужна диверсификация, инвестбанкинг, корпоративные финансы способны генерировать поток доходов даже в кризисные годы, когда зарабатывать на брокеридже или собственной позиции сложнее. Поэтому была набрана команда, которая каждый год усиливается и приводит новых клиентов. Эти сделки генерируют целую цепочку событий: здесь и консалтинг, и юридические услуги, и брокерские, и услуги доверительного управления деньгами тех, кто продал бизнес или крупный пакет акций через нас.

— В каких направлениях было больше бизнеса в прошлом году?

— Мы выделяем внутри компании пять центров прибыли. В прошлом году основные доходы пришлись на три центра. Первый — это брокерское обслуживание и операции с рынком акций второго эшелона. Второе — это деривативы. И третье — инвестиционно-банковское направление. Примерно поровну на каждое.

Хуже выступило доверительное управление. Я думаю, что для рынка это не новость. Доверительным управляющим тяжело дался прошлый год. Те методики, которые они использовали для принятия решений о точках входа или выхода из рынка, очень часто давали не тот результат, который ожидался.

— Что произошло с ожиданиями клиентов доверительного управления? Чего они от вас хотели?

— Характерный пример. Одному достаточно крупному клиенту мы заработали за 2011 год порядка 15% годовых в рублях чистыми (деньги у него изначально были в рублях), и при этом клиент остался не очень доволен. Он ожидал большего.

— Мне бы такая доходность понравилась!

— Управляющий ведь ориентируется на определенные сигналы, использует системы технического анализа, свой опыт и интуицию. Но не все прогнозы сбываются, от этого никуда не деться. Плюс в договоре определена стратегия, ты ограничен в возможностях использовать те или иные инструменты. Кроме того (к вопросу о регулировании), есть еще законодательные ограничения. Например, доверительный управляющий не вправе инвестировать деньги клиента в товарные и валютные деривативы в России или в любые деривативы вне России. Рынок в 2011 году был «рваный», каких-то ярко выраженных трендов было совсем немного. Соответственно, возможностей заработать на доверительном управлении (равно как и на паевых фондах) было мало.

— Нас очень долго учили, что самая лучшая стратегия — это вкладываться в индексные фонды.

— Это хорошая стратегия, если у тебя есть деньги на десять лет. Но в нашей стране долгих денег крайне мало. Когда встречаешься с клиентами доверительного управления, то говоришь им, что «нужно положить свои деньги и забыть о них хотя бы года на три». Но многие настаивают, что хотят смотреть за управляющим чуть ли не в режиме реального времени. У нас есть такой сервис, когда мы даем клиенту возможность отслеживать сделки доверительного управляющего, если сам клиент этого хочет. Этот сервис появился в ответ на запрос рынка. Но это просто лишняя нервотрепка. Если есть желание совершать операции самому, то, пожалуйста, заключайте брокерский договор и торгуйте самостоятельно. Но у управляющего свое видение рынка. Если вы пришли в ДУ, то есть именно доверили эти деньги, то пусть далее управляющий совершает сделки так, как сам считает нужным.

— На кого вы больше ориентируетесь — на крупных отдельных инвесторов?

— «Олма» — не розничная компания. Для того чтобы успешно продвигать розницу, нужно все-таки быть близко к клиенту. А это требует создания фили-

альной сети, потому что клиент хочет иметь возможность прийти и посмотреть в глаза тому, с кем он будет работать, а не взаимодействовать с компанией только удаленно.

Наш ориентир — это все-таки средний, крупный частный и институциональный клиент. «Олма» позиционирует себя как инвестиционный бутик. Мы предлагаем индивидуальные решения для людей или корпораций, сложные сделки, сделки с риском. Хотя и клиентов, работающих только через Интернет, у нас тоже довольно много.

— Примерно с каких сумм для вас начинается средний клиент?

— Пару лет назад мы провели соответствующее исследование. Получилось, что средний счет нашего клиента — пять миллионов рублей. Вот это и есть некий объективный показатель. С такой суммой мы можем предложить клиенту портфели, которые включали бы в себя не только голубые фишки, но и акции второго эшелона, которые могут вырасти на порядок. У нас осуществляется аналитическое покрытие большого количества акций второго эшелона, мы готовы это view предоставить клиентам, и многие клиенты этим пользуются. На текущий момент в компании порядка трех тысяч клиентов, и большое количество работает, в том числе, с акциями второго эшелона.

— Можно ли назвать ваш маркетинг агрессивным?

— Ни в коем случае. Мы регулярно мониторим, по каким каналам к нам приходят клиенты. Процентов 50 приходит по рекомендации других клиентов. Есть, конечно, активная работа наших сейлзов, личные знакомства. Агрессивную рекламу, за исключением собственного сайта, мы почти не размещаем. Естественно, стараемся, чтоб нас цитировали в прессе, распространяем свою аналитику. Но мы ориентируемся не на розничного клиента, а на крупного. А такому клиенту нужна рекомендация. И лучшая рекомендация, когда компанию рекомендует уже работающий с ней клиент.

— То есть самая главная рекомендация — это итоги работы. Но обеспеченные люди в России стали достаточно требовательны также к уровню сервиса. Кроме того, они любят, чтобы им предлагали новые инструменты. Как у вас с этими возможностями?

— Мы регулярно проводим встречи с клиентами и узнаем, что им нравится, а что нет. У нас есть соответствующий раздел на сайте. У нас контролируется качество сервисов: независимый человек делает выборку клиентов и собирает их мнения. Очень много сил и времени мы тратим на развитие системы «личного кабинета». Мы внедрили туда электронно-цифровую подпись для того, чтобы узаконить процесс удаленного общения с клиентом. Хотим выделить в «личный кабинет» расчет налогов, чтобы клиент мог сам их посчитать онлайн. Клиент сможет также завести туда сделки другого брокера. Планируются и другие новинки. Система «личного кабинета» является одним из стратегических направлений в плане предложения новых услуг.

У нас появился модельный портфель. Это фактически розничная услуга, которая тоже будет встраиваться в «личный кабинет» и будет доступна нашим клиентам.

Мы кардинально поменяли аналитическое управление, которое стало ближе к клиентам. Если раньше мы ориентировались на специальные ситуации, и потребителями нашей аналитики являлись в первую очередь собственные трейдеры, то сейчас ввели такое понятие, как «покрытие»: покрываем определенных эмитентов, определенные бумаги. Соответственно, research стали более регулярными и массовыми, ориентированными на сейлзов и клиентов. По точности прогнозов мы регулярно занимаем первые места.

Дальше будет еще лучше, потому что сейчас идет перестройка брокерской команды. Возникнет совершенно иной механизм взаимодействия между брокерами, аналитиками и клиентами. К концу года можно уже будет об этом поговорить.

— Считается, что рынок «Форекс» сильно подрывает позиции срочного рынка. Вам как руководителю инвестиционной компании «Форекс» мешает?

— У нас не так много клиентов-спекулянтов, хотя и они есть (три миллиона сделок все-таки откуда-то взялись).

Сам «Форекс» рынком назвать сложно, потому что это нерегулируемый сегмент. На бизнес «Олмы» «Форекс» не влияет, у нас разные клиентские ниши. Наши стратегии могут включать в себя деривативы, акции, депозиты, облигации. Это дает больше возможностей, чем сделки с курсами валют.

Но с точки зрения общей ситуации в стране и на фондовом рынке я понимаю тех брокеров, которые выступают за то, чтобы для «Форекса» были бы установлены определенные правила, в том числе по капиталу, квалификации и ответственности.

— А как генерируется спрос на сложные стратегии? Вы ли их предлагаете кли-

Очень много сил и времени мы тратим на развитие системы «личного кабинета». Мы внедрили туда электронно-цифровую подпись для того, чтобы узаконить процесс удаленного общения с клиентом. Хотим выделить в «личный кабинет» расчет налогов, чтобы клиент мог сам их посчитать онлайн. Клиент сможет также завести туда сделки другого брокера.

ентам? Или они их ждут от вас? Есть ли ситуации, когда нужны именно сложные стратегии, и простыми не обойтись?

— Мы отталкиваемся от потребностей самого клиента: чего он боится, от чего хочет застраховаться, как видит ситуацию в рынке. Под эти цели подбирается набор инструментов, который предлагается клиенту в готовом виде. Этот набор инструментов мы ему можем продать. У нас есть целый департамент, который занимается анализом и разработкой таких стратегий. Там проводят анализ, просчитывают риски и предлагают затем сбалансированное решение. Потребитель этой стратегии не обязательно должен быть клиентом нашей компании. Мы являемся маркетмейкером этих стратегий, разрабатываем их и предлагаем рынку.

Это наш вклад в развитие ликвидности на рынке. Этот продукт интересен для управляющих компаний, потому что, возможно, им нужны какие-то опционы, которых нет в обращении на бирже. Есть и продвинутые частные клиенты, которые очень хорошо разбираются во всем этом.

За 2011 год численность нашего профильного департамента выросла в полтора раза.

— Можете ли вы прокомментировать структуру собственности компании? И почему произошли изменения в оперативном управлении компании?

— Олег Евгеньевич Ячник ушел от оперативного управления компанией потому, что помимо «Олмы» у него есть другие проекты, некоторые находятся в ранней стадии развития и поэтому требуют к себе повышенного внимания. А «Олма» — компания с большой историей и устойчивым бизнесом, в ней сформирована команда менеджеров, которая занимается оперативным управлением. В этой ситуации один из основателей компании имеет возможность больше заниматься другими проектами.

— Менеджеров стимулируют участием в собственности?

— Такая схема пока не принята, но уже заявлена. Для того чтобы ее внедрить, нужен еще ряд организационных действий. Но они будут осуществлены.

— Какую российскую компанию ни возьми, она всегда какой-то частью сидит в офшоре. Многие считают, что это из-за недружественного налогообложения. Считаете ли вы, что причина действительно в налогах?

— Думаю, что бессмысленно с этим бороться. Это не от хорошей жизни сложилось. Люди боялись недружественного поглощения и уходили в те юрисдикции, где можно было спрятаться, получить юридическую защиту. И это не обязательно были офшоры. Если в стране нормализуется ситуация с защитой собственности, то все вернется сюда. Существующая схема неудобна. Нужно содержать офисы в иностранных государствах, набирать местный персонал и брать перед ним определенные обязательства. Все это не очень выгодно, но так сложилось исторически.

— То есть самый тяжелый вопрос — все-таки защита собственности, а не налоги?

— Защита собственности — это очень важный момент. Сейчас появилась тенденция требовать раскрывать бенефициаров. Но пока в России раскрытие бенефициаров может закончиться тем, что потеряешь бизнес. Естественно, многие этого боятся, и система офшоров продолжает иметь место.

— Известно, что вы — один из людей, создававших срочный рынок. Каким образом получилось, что вы работаете в «Олме», а не, допустим, в РТС? Правдивы ли слухи, что вы номинировались на пост президента РТС?

— Да, номинировался, но взял самоотвод. История очень простая. Я перешел в «Олму» в 2004 году, а через месяц меня выдвинули кандидатом на пост президента РТС прямо на совете директоров биржи. Я был вынужден взять самоотвод, потому что уже обещал, что буду работать здесь, в «Олме».

Все что ни делается, все к лучшему. У меня в биографии всего три места работы: биржа «Санкт-Петербург», где я проработал восемь с половиной лет; РТС, где я проработал три года; и «Олма», где работаю тоже уже восемь лет. Я не мечусь в поисках работы, хотя предложений было достаточно много. В «Олме» есть куда расти. Я генеральный директор, могу сам выстраивать стратегию компании, менять команду, вводить новые бизнесы.

— В связи с новыми возможностями вы ставите себе новые задачи?

— Когда я пришел в «Олму», здесь, по сути, был только брокерский бизнес по акциям второго эшелона. Он приносил хороший доход, но был единственный. Был еще розничный бизнес, выделенный в Московский фондовый центр, но он уже не генерировал прибыль, и, считаю, мы его очень удачно продали. Теперь компания известна на рынке деривативов, есть управление активами, успешно работает инвестиционно-банковский блок, появилось несколько новых вспомогательных бизнес-единиц. Мы диверсифицировались, стали более устойчивы, не понесли существенных потерь в 2008 году. Имеем неплохой рост по итогам 2010

Защита собственности — это очень важный момент. Сейчас появилась тенденция требовать раскрывать бенефициаров. Но пока в России раскрытие бенефициаров может закончиться тем, что потеряешь бизнес. Естественно, многие этого боятся, и система офшоров продолжает иметь место.

и 2011 годов. Теперь, имея хороший задел, мы должны перестроить брокерский бизнес. Нам необходимо создать новую модель, более современный инвестиционный бутик. Это касается и аналитического управления, которое в 2011 году почти полностью обновилось и изменило модель своей работы. Это касается и трейдинга, и блока продаж. Я думаю, что между большими иностранными, государственными и полугосударственными банками, с одной стороны, и розничными компаниями — с другой есть ниша, ниша независимой профессиональной инвестиционной компании с широким спектром возможностей, современными технологиями и возможностями индивидуального подхода к клиенту, так как клиенты средние и крупные и их, соответственно, не так много, как в рознице. Мы должны закрепиться в этой нише.

Мы обновляем команду сейлзов, в частности, появился представитель компании в Лондоне, назначен новый The Head of Sales в России. Основной задачей развития бизнеса на 2012 год станет внедрение новой модели взаимодействия трейдеров, сейлзов, аналитиков и клиентов, обновление принципов работы компании на фондовом рынке. Наш брокерский бизнес станет более современным, более динамичным и клиентоориентированным. Это одна из фундаментальных задач.

Вторая задача — технологическая. Наша учетно-расчетная система имеет большую историю своего развития. Но для более эффективной поддержки развития бизнес-направлений нам нужно ее обновление. Мы планируем в 2012–2013 годах перестроить эту систему, сделать ее более мобильной, более простой, минимизировать количество сверок между подразделениями, дать возможность более быстрого внедрения новых услуг. Ведь количество сделок растет, появляются новые рынки, на которых работают наши клиенты и, соответственно, возрастает нагрузка на учетно-расчетную систему. Понятно, что при росте бизнеса растут и издержки на его обслуживание, но этот рост должен отставать от роста самого бизнеса. И наша задача сделать это отставание как можно большим, не теряя в надежности и эффективности учетно-расчетной системы.

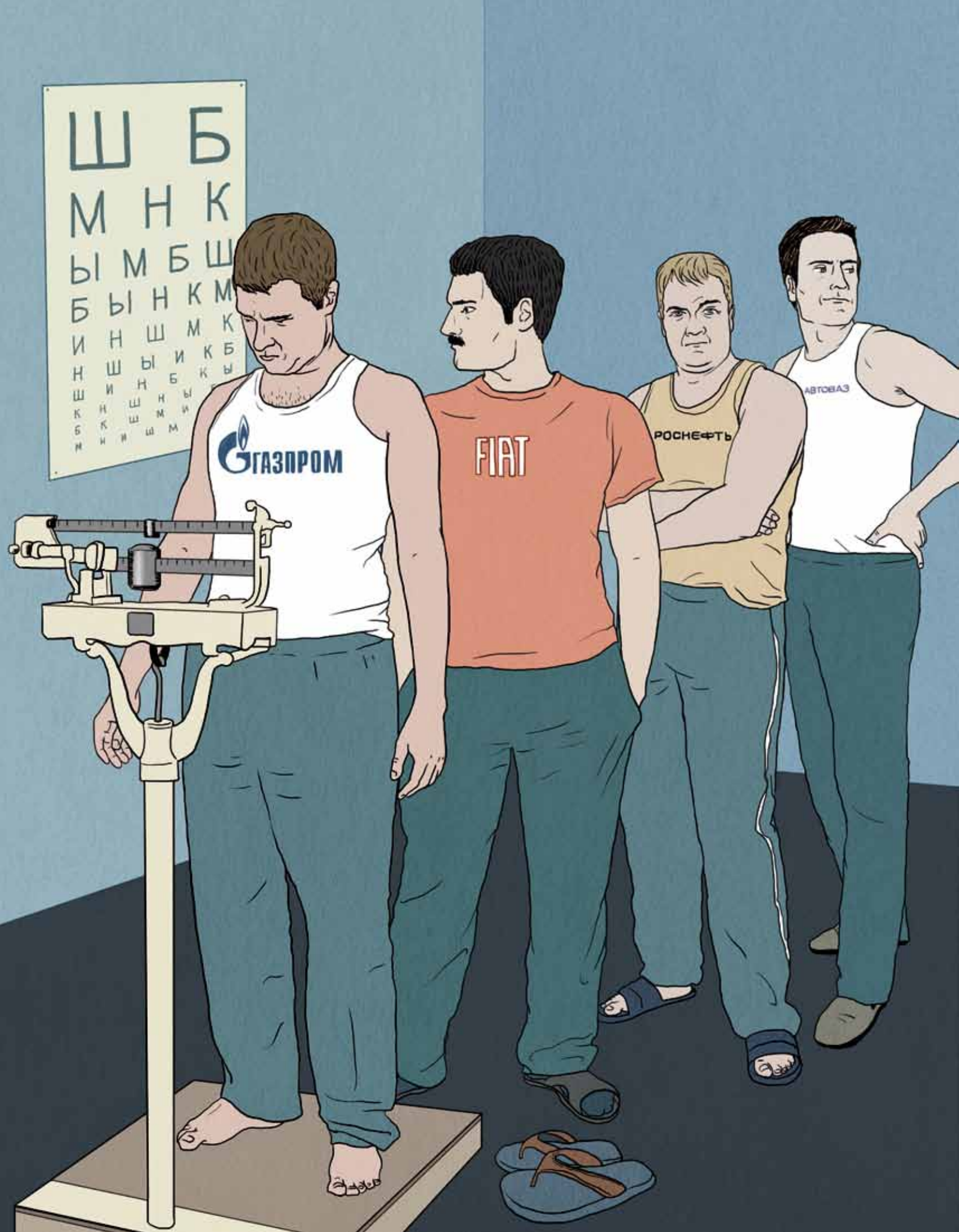
— Каким бы примерно вам хотелось видеть рост прибыли?

— На этот год мы поставили задачу увеличить прибыль в два раза.

— Вы уже оценивали перспективы следующего года и, значит, строили прогнозы по рынку. Какой будет, по-вашему, общая рыночная ситуация?

— Думаю, что 2012 год будет не проще, чем 2011-й. И до выборов президента мы вряд ли увидим какую-то активизацию спроса на российские ценные бумаги. Они сейчас растут, но я не думаю, что это глобальный тренд, — скорее, внешняя конъюнктура. Но я все-таки рассчитываю, что вторая половина года (когда будет понятен состав нового правительства и понятно, чем оно будет заниматься) будет более успешной, чем 2011 год и первая половина 2012 года. Конечно, есть риски глобальной экономики, которые сейчас сложно просчитать до конца. Нам важно построить бизнес, который бы в меньшей степени зависел от таких вещей.

Поэтому «Олма» занимается акциями второго эшелона. Или теми же самыми деривативами, когда ты можешь зарабатывать и на падении, и на росте рынка. Инвестиционно-банковский бизнес тоже появился потому, что в рыночной экономике всегда есть денежные потоки, кредиты и так далее. Этот бизнес в меньшей степени зависит от внешней конъюнктуры. Если на фондовых рынках плохо и активные клиенты меньше торгуют, то есть эмитенты, институциональные клиенты, которым все равно всегда нужны какие-то сделки. У нас не такие большие издержки, как у большинства глобальных игроков. Это, на мой взгляд, позволяет нам более эффективно справляться со сложностями. В своей нише мы более мобильны и хорошо ориентируемся. Имеем хорошую репутацию на рынке и среди клиентов. Бизнес стал диверсифицированным, но нужно расти дальше. ◻


Ш Б
М Н К
Ы М Б Ш
Б Ы Н К М
И Н Ш М К
Н Ш Ы И К Б
ГАЗПРОМ
FIAT
РОСНЕФТЬ
АВТОВАЗ

Алексей Новиков
руководитель Standard&Poors в России

Индикатор параметров риска

При создании рейтингового агентства требуется минимум десять лет для того, чтобы рынок понял — этим рейтингам можно доверять

Алексей Новиков, руководитель Standard & Poors в России, рассказывает главному редактору «Вестника НАУФОР» Ирине Слюсаревой, почему агентство работает для инвесторов, зачем нужен режим специального наблюдения и как постоянно меняющиеся методики дают новые идеи.

— Во всем мире рейтинги выставляет «большая тройка» рейтинговых агентств. Как это получилось?

— Прежде всего хотелось бы отметить, что рейтинговых агентств в мире очень много. Действительно, существует несколько международных рейтинговых агентств, которые предоставляют независимую аналитическую информацию по большинству стран мира и обслуживают глобальных инвесторов. Но одновременно с этим есть и много других. Иначе говоря, можно выделить международные агентства универсального типа (к ним относится и S&P), глобальные агентства, специализирующиеся на конкретных типах эмитентов (например, фондах или страховых компаниях), а также региональные и национальные агентства.

Так или иначе, конкуренция здесь довольно большая. И единственное, что дает преимущества в этой конкурентной борьбе, — это быть независимым, быть аналитически грамотным и интересным для рынка. Наша работа, по существу, заключается в том, чтобы дать ответ на вопрос: заплатит ли заемщик в срок и в полном объеме? Для того чтобы ответить верно, мы подвергаем оценке именно эту способность и желание эмитента платить по своим долгам. Соответственно, мы выстраиваем нашу рейтинговую шкалу по определенным категориям риска. Подчеркиваю, точность нашего анализа и его независимость — основные инструменты конкуренции.

Естественно, с нашим мнением можно соглашаться или не соглашаться. Но если оно независимое, если рынок знает, что оценка основана на серьезных аналитических исследованиях, то рынок начинает как минимум ее обсуждать и устанавливает ориентиры кредитоспособности на основе нашего мнения. Собственно, рейтинговые агентства конкурируют именно таким образом.

— **А размер имеет значение?**

— Это зависит от конкретного сектора и аппетитов тех инвесторов, которые хотят использовать рейтинги тех или иных агентств. Если есть инвестор, который смотрит на отдельный узкий сектор и ему интересны две или три точки зрения, то он может взять, предположим, наше агентство, а в придачу еще парочку других, не обязательно международных, они просто могут быть узко специализированными, занимающимися этим конкретным сектором.

— **Но без рейтингового агентства из «большой тройки» не обойтись?**

— Ну почему… В секторе малых и средних предприятий многие обходятся без рейтингов кредитоспособности, поскольку такие компании нечасто выходят на рынок облигаций и в основном ориентированы на банковские кредиты.

В целом вопрос о том, рейтинг какого агентства ему нужен, решает сам эмитент. На практике есть группа эмитентов, имеющих все три рейтинга «большой тройки»: Fitch Ratings, Standard & Poor's и Moody's. Есть компании, имеющие два рейтинга или один рейтинг «большой тройки», как есть и те, у которых нет ни одного рейтинга этих агентств.

То есть в этом случае всегда существует поле для конкуренции.

Но мы не можем конкурировать за привлечение конкретного эмитента никаким иным способом, кроме как пытаясь убедить инвестора и эмитента в том, что именно наш анализ — правильный и независимый. Организуя маркетинговые кампании, мы ориентируемся прежде всего на инвесторов, которые пользуются нашими рейтингами, а не на эмитентов. Это сами инвесторы говорят эмитентам, покупая их бумаги: «а почему у вас нет рейтинга S&P»? Или они этого не говорят, и тогда, соответственно, эмитент к нам не идет.

Наша основная деятельность по развитию рынка сосредоточена на инвесторах, на потребителях нашей продукции, а не на тех, кто получает рейтинги. Эмитенты приходят к нам самостоятельно, если рейтинг им действительно нужен. В принципе, это такая же модель, что и с аудитом. В аудите прежде всего заинтересован либо инвестор, либо какой-то потребитель, внешний по отношению к компании. Компания-потребитель платит аудитору, который обязан честно представить ей всю информацию. А уж конечным потребителем информации является инвестиционное сообщество. У нас то же самое. Поэтому для нас мнение инвесторов — пенсионных фондов, страховых компаний, банков и других институтов, покупающих долговые обязательства, — очень важно.

Но поскольку инвесторы могут либо потерять деньги, либо сохранить свой капитал, то им важно понимать, что рейтинговое агентство дает им правдивую информацию и на него невозможно повлиять ни государству, ни какому бы то ни было частному лицу. Собственно, это основные наши инструменты.

— **Можно ли считать, что чем более рынок развит, тем больше он требует различных диферсифицированных услуг рейтинговых агентств?**

— Чем более развит рынок, тем больше инструментов на нем рейтингуется. И тем большее количество инструментов требует независимой оценки кредитоспособности. В этом случае часто появляется необходимость в специализированных агентствах. Мы — универсальное агентство, следим за всеми возможными инструментами и даем им рейтинговую оценку. Но есть масса независимых институтов оценки кредитного риска, которые концентрируются только на отдельных сегментах рынка. И еще раз хочу подчеркнуть, что здесь конкурентная борьба идет за инвестора, а не за клиента. Конкуренция за клиента была бы устроена по-другому, возможно, она могла бы разрушить независимость и устойчивость методологии. Но поскольку мы конкурируем за инвестора, а инвестор уже сам решает, рейтинг от какого агентства ему более важен, то это ставит уже совсем другие вопросы.

— **Допустим, какое-то предприятие-эмитент просит оценить его привлекательность. Ваши специалисты работают, естественно, не согласовывая рейтинг с заказчиком. Но если результат его не устроил, может ли он доказательно убедить вас, что вправе рассчитывать на иной рейтинг?**

— Во-первых, рейтинг нацелен на оценку кредитного риска, а не инвестиционной привлекательности; аппетит есть и на высокий кредитный риск, и на низкий кредитный риск. И привлекательной может быть как компания с низким рейтингом, так и компания с рейтингом высоким — в зависимости от того, какая бумага нужна тому или иному инвестору. Например, пенсионный фонд владеет надежными с точки зрения кредитоспособности бумагами, но поскольку ему нужно поддерживать определенный уровень доходности, то какую-то долю своих инвестиций он расходует на бумаги с не очень высоким кредитным рейтингом.

Поэтому сама по себе привлекательность высокого риска тоже существует. А мы даем только параметры самого риска, инвестор же решает, что ему нужно.

У эмитента, которого мы рейтингуем, всегда есть возможность представить нам мотивированное суждение или информацию, которую мы, предположим, могли не учесть при присвоении рейтинга. Мы обязательно рассматриваем апелляцию эмитента и принимаем ее в расчет, если эта информация достойна внимания. Как результат, мы можем изменить рейтинг, а можем и не изменить его. Это зависит от содержания полученной информации, от того, как она укладывается в наши критерии. В случае апелляции

обязательно собирается рейтинговый комитет. Важно отметить, что любой кредитный рейтинг — это коллективное мнение рейтингового комитета. Рейтинг присваивается путем голосования после рассмотрения отчета. Отчет готовят несколько аналитиков.

Иногда апелляцию удовлетворяют. Такое взаимодействие с клиентом очень важно и полезно. Чем активнее клиент, тем больше он дает информации и тем проще с ним работать.

— Почему главные рейтинговые агентства имеют англосаксонские корни?

— Прообразом нашего агентства стала компания, созданная в 1861 году, в начале гражданской войны между Севером и Югом в США. Но главным было то, что в течение XIX века в Соединенных Штатах проходил процесс освоения территории. И шел он в основном за счет европейских денег, а также денег граждан и компаний восточного побережья США. Было очень много злоупотреблений, махинаций, процветала коррупция, и это описано во многих книгах. Разумеется, инвесторы волновались, а состоятельны ли, скажем, с финансовой точки зрения такие, например, масштабные проекты, как строительство железной дороги «Транспасифик», и будут ли возвращены деньги инвесторам, которые такие проекты финансируют? Собственно, Генри Варнум Пур, отец-основатель нашего бизнеса, — это человек, который знал экономику и финансы железных дорог не понаслышке, поскольку его родной брат руководил одним из подобных проектов в Новой Англии.

Генри Пур решил создать систему независимой оценки и публиковать финансовые отчеты железнодорожных компаний, сформулировав лозунг «Инвестор имеет право знать». Генри Пур опубликовал несколько сборников финансовых отчетов, которые привлекли внимание инвесторов. Так родилась эта индустрия, а уж потом рынок востребовал услугу по независимой оценке кредитного риска.

Рынок в США развивался поистине невероятными темпами, причем постоянно возникали подозрения, связанные с разного рода финансовыми злоупотреблениями, поэтому с Америки все и началось. Глобальными рейтинговые агентства стали уже потом.

У нас, например, сотрудников, которые работают за пределами Соединенных Штатов, больше, чем сотрудников, работающих внутри США. Офисы находятся в 40 странах мира, более 40% бизнеса компании — за пределами США. S&P — это крупная международная компания. Мы сознательно создаем смешанные, то есть состоящие из представителей разных стран, аналитические команды, чтобы было множество разных точек зрения на кредитоспособность, чтобы под разными углами можно было разглядеть риски и дать более точный и глубокий анализ.

— Получается, рейтинги — это не англосаксонский продукт, а по преимуществу американский?

— Собственно институт рейтинговых агентств возник в Америке, это так. Но оценка риска не может быть внутринациональным продуктом. Так же, как банк или вексель: они, может быть, и возникли в Италии, но теперь это уже отнюдь не итальянские институты.

Рейтинговое агентство возникло в США именно потому, что американский рынок был самым молодым, и там существовали все возможности для злоупотреблений. Кроме того, большие проекты по строительству каналов и дорог в значительной степени финансировало федеральное правительство США. А это уже налогоплательщики. В этом случае налогоплательщик, как и инвестор, имеет право знать, получить оценку кредитоспособности. Поэтому и возникла индустрия независимой оценки.

Что касается популярной сейчас идеи создать в России национальное рейтинговое агентство. Во-первых, в России на сегодняшний день много агентств, которые работают на рынке…

— Участники рынка собираются создать достаточно крупное, конкурентоспособное национальное рейтинговое агентство, справедливо полагая, что сейчас оценки российских агентств не настолько весомы, как оценки трех глобальных РА.

— Я вхожу в Совет по рейтинговым агентствам при Минфине. У Министерства финансов есть список аккредитованных рейтинговых агентств. Среди них много российских.

Мне кажется, что сама по себе задача создать новое агентство — правильная, потому что каждое агентство — это всегда некоторая новая точка зрения. Но разговор о создании национального рейтингового агентства тут ни при чем. У рейтингового агентства нет национальности, как нет ее, скажем, у бухгалтерского учета и всего остального в том же роде. Рейтинг — инструмент измерения риска, и слово «национальное» тут ничего не прибавляет. Если в России будет создано агентство, которое сможет успешно работать и в других странах, это абсолютно нормально.

Мне кажется, что кредитный риск не имеет национальных границ. Иногда говорят, что национальное агентство лучше понимает кредитный риск. Ничего подобного. На самом деле «резидент» понимает «свои» риски гораздо хуже, потому что у него нет нужной остроты зрения, свойственной аналитикам, которые работают в других странах и привыкли к другой реальности.

— Это то, что описывают поговоркой «со стороны виднее».

— Да, со стороны действительно виднее. Именно поэтому рейтинговые комитеты и состоят из представителей разных стран. Иными словами, это дает возможность посмотреть на объект анализа со стороны. Однако это отнюдь не значит, что определенная группа людей или определенный институт не могут создать в России рейтинговое агентство, которое будет уважаемо рынком. И такие люди, и такая возможность, и такой запрос наверняка есть. Но, на мой взгляд, неправильно было бы ограничивать этот проект рамками только России и не видеть его будущее за ее пределами. И если уж создавать новое рейтинговое агентство, то делать это надо по-настоящему, рассчитывая на то, что вырабатываемое этим новым агентством мнение будет интересно и в других странах.

— Как строится работа российского отделения S&P? Как выглядит ваш бизнес-план?

— Если говорить о развитии бизнеса, то основная наша задача — это демонстрация инвесторам нашей аналитической объективности и независимости. Естественно, мы работаем с разными эмитентами: корпорациями, финансовыми институтами (банками, страховыми компаниями), регионами и так далее. Но в нашем плане, учитывая специфику бизнеса, не может быть задачи к какому-то году отрейтинговать столько-то эмитентов. Рыночные условия нередко ставят нас в такое положение, когда мы вынуждены понижать рейтинг. И в условиях такой понижательной тенденции многие компании не заказывают нам услуги по рейтингованию.

Мне кажется, что кредитный риск не имеет национальных границ. Иногда говорят, что национальное агентство лучше понимает кредитный риск. Ничего подобного. На самом деле «резидент» понимает «свои» риски гораздо хуже, потому что у него нет нужной остроты зрения, свойственной аналитикам, которые работают в других странах и привыкли к другой реальности.

Другими словами, планировать этот бизнес как традиционный очень тяжело. Основная масса усилий московского офиса нацелена на укрепление репутации — как в плане аналитики, так и в отношении независимости публикаций. Мы публикуем не только рейтинговые отчеты, но и аналитические статьи о рынке. Много выступаем в прессе с объяснением наших подходов.

— Совсем недавно вы поменяли рейтинги 18 российских банков.

— И это еще не все изменения. Мы продолжим этот процесс.

— То есть это комплексная оценка ситуации. Что сейчас представляет из себя российская банковская система?

— В данном случае пересмотр не имеет отношения к текущей экономической ситуации. Его триггером послужил пересмотр банковских критериев, который мы готовили где-то в течение, наверное, месяцев 12–16, на основе анализа кризиса 2008-2009 годов.

Мы изменили оценку страновых и отраслевых рисков российской банковской системы, переведя Россию из группы 8 в группу 7. В соответствии с нашей методологией страны подразделяются на группы в зависимости от уровня рисков в их банковских секторах — от группы 1 (страны с наименьшими рисками) до группы 10 (страны с наибольшими рисками). Россия была в восьмой группе, перешла в седьмую, то есть улучшила свою позицию. И медленно и верно она продолжает ее улучшать, хотя группа, в которой Россия находится, как видите, все еще характеризуется высокими рисками. Вместе с тем постепенно ее банковская система вышла на новый уровень — по уровню капитала, финансового менеджмента, а также в связи с тем, что удалось справиться с кризисом задолженности клиентов перед банками. Опять же банковская система России сравнивается с банковскими системами аналогичного уровня в других странах. И повышение оценки еще не значит, что произошел какой-то резкий прорыв.

— Кто играет с нами в одной лиге?

— Некоторые страны СНГ, Юго-Восточной Азии, Восточной Европы.

Соединенные Штаты, если не ошибаюсь, переехали в третью группу, аналогичные вещи — то есть понижение оценок страновых и отраслевых рисков банковского сектора — произошли и со странами Европы. То же касается и собственно суверенных рейтингов.

Это процесс в известной степени встречный: рейтинги развитых стран имеют тенденцию к понижению, рейтинги ряда развивающихся стран повышаются.

При пока еще высоких ценах на нефть, газ и минеральные ресурсы и в условиях пока еще консервативного финансового менеджмента (во всяком случае, при Кудрине было так) рейтинг Российской Федерации держится на уровне BBB, хотя он уже и не самый высокий на постсоветском пространстве. Рейтинг Казахстана недавно поднялся до BBB+ по обязательствам в иностранной валюте и стал самым высоким на пространстве бывшего Советского Союза (без Прибалтики).

Политика казахстанского правительства состояла в том, что они изначально не стали жертвовать рейтингом страны, спасая от банкротства несколько крупнейших банков. Российская позиция в момент кризиса была совершенно противоположной. Это совсем не значит, что она была плохой или неправильной. Она была просто другой и, возможно, верной именно в условиях российской банковской системы, которая обладает колоссальным количеством мелких банков и риском бегства вкладчиков. Поэтому курс был взят на то, чтобы успокоить как вкладчиков, так и всю систему, включая даже те мелкие банки, которые не играли никакой системной роли. Через крупные банки вся система получила ликвидность, при этом удалось избежать главного риска — бегства вкладчиков.

Это стоило Российской Федерации ступеньки в суверенном рейтинге.

Казахстан не делал этого вообще, но у них количество банков измеряется десятками, а у нас тысячами. Поэтому Казахстан решил пожертвовать несколькими банками, и тем самым удалось спасти рейтинг страны. Правительство Казахстана вышло из этого кризиса и достигло нового уровня быстрее, предоставив банки самим себе в большей степени, чем это сделала Российская Федерация. Такова ситуация в самых общих чертах.

— Насколько я знаю, там немаленький процент плохих кредитов.

— Совершенно верно. По нашим оценкам, уровень проблемных, или плохих, кредитов в портфеле достигал 40%. Собственно, поэтому и реализовался сценарий банкротств этих банков. Им пришлось проходить санацию, проходить реструктуризацию, и они выходят из этой ситуации обновленными. И это пусть и тяжелый, но опыт.

— Получается, что на постсоветском пространстве (если не рассматривать Прибалтику) номер один по качеству финансовой системы — это Казахстан, а Россия — номер два?

— Если брать банковские системы, то Россия в седьмой группе, а Казахстан в восьмой. Но по суверенному рейтингу, то есть рейтингу страны как заемщика — наоборот. Суверенный рейтинг страны — это оценка правительства страны, оценка возможности и готовности заплатить вовремя и в полном объеме по своим долговым обязательствам. Россия, как я уже говорил, значительно больше средств потратила на стабилизацию банковской системы в момент кризиса и потеряла одну ступеньку рейтинга. А Казахстан этого не делал, поэтому остался на своем уровне, а затем поднялся.

— Можете ли вы прокомментировать ситуацию в еврозоне? Реальна ли угроза краха евро?

— Вы знаете, что мы изменили рейтинги многих европейских стран.

Мы понимаем, что европейские страны должны решить некие ключевые вопросы, главный из которых, по всей видимости, — вопрос централизации всех фискальных систем. Некоторые принципиальные решения уже приняты. Но их пока недостаточно для разрешения проблем долгового кризиса.

Рейтинг Европейского фонда финансовой стабильности мы также пересмотрели. По своей методологии рейтинг этого фонда привязан к рейтингам стран, которые в нем участвуют. Если рейтинги стран снижаются, то снижается и рейтинг фонда. В соответствии с нашей методологией, если гаранты этого фонда имеют рейтинг AAA, то возможна ситуация, при которой и сам фонд имеет рейтинг AAA. Но если у гарантов рейтинг снижается, то и рейтинг самого фонда должен снижаться.

Что касается зоны евро, то мне кажется, что поскольку в евро проводится треть операций на валютном рынке и четверть операций по международной торговле, то жертвовать такой валютой никто не станет.

Возможна ситуация потери каких-то членов зоны евро. Но вероятность этого также не очень высока и будет зависеть от политических соображений, потому что с экономической точки зрения сейчас это уже невыгодно делать — валютный риск у этих стран тогда вырастет колоссально. Раньше бы этим странам помогла собственная валюта, поскольку они могли бы ее девальвировать и тем самым сократить свои издержки. Сейчас у них обязательства в евро, и если они получат свою валюту и начнут ее девальвировать относительно евро, то уже по определению станут банкротами. Пока мы говорим, вероятно, только о Греции. Есть страны, кото-

рым в среднесрочной и долгосрочной перспективе требуется жесткая политика по сокращению долговой нагрузки. К этим странам относится, например, Италия. Те меры, которые были приняты еще правительством Берлускони, на наш взгляд, не могли решить задачи. Эти меры состояли в повышении налогов. Реформировать страну быстро не получается, равно как и приватизировать какие-то государственные компании. Поэтому политическая воля со стороны нового правительства рассматривается в качестве ключевого элемента. Но пока рейтинг страны находится в категории А.

— Недавно «Ренессанс Капитал» опубликовал research, краткая идея которого состоит в том, что нынешний финансовый кризис еврозоны имеет свои причины. Если говорить уж совсем упрощенно, то идея такова: европейские правительства увлеклись социалистическими идеями, обеспечили своим гражданам достаточно много социальных гарантий и за счет этого проиграли.

— Вообще-то это проблема мирового значения. Она в той же степени важна и для США, и для Европы. Современная система пенсионного обеспечения и социального страхования родилась в начале 60-х годов. Тогда в США пенсионный возраст составлял 65 лет, а средняя ожидаемая продолжительность жизни — 62 года. То есть система еще и делала деньги на разнице. Сейчас пенсионный возраст — 65 лет, а средняя ожидаемая продолжительность жизни — 82 года. В этих условиях стало невозможно полагаться на существующую границу пенсионного возраста, нужно придумывать какие-то другие механизмы, позволяющие поддерживать тот же уровень пенсионного обеспечения. Проблема эта в России стоит точно так же, как и в Европе, хотя средняя продолжительность жизни у нас значительно ниже.

— Реально ли поднять в России пенсионный возраст до 65?

— В России есть масса факторов, которые осложняют переход к пенсионному возрасту в 65 лет. Значительная часть людей пенсионного возраста продолжает работать и, таким образом, имеет два дохода. В случае повышения пенсионного возраста их доход сократится, и многие ухудшат свое положение.

— Но реформа же не имеет обратной направленности, и те, кто получает пенсию с 60 лет, так и будут продолжать ее получать.

— Верно. Это ухудшит положение тех, кто только входит в пенсионный возраст.

Далее. Когда создавался Евросоюз и евро, то страны, которые были не в состоянии генерировать достаточное количество денег, чтобы подойти к европейским стандартам медицинского обслуживания, социального обеспечения, образования и так далее, занимали деньги в долг. Теперь пришло время расплачиваться, а расплачиваться нечем.

Похожая проблема наблюдается и в Соединенных Штатах. У них ровно половина федерального бюджета — это расходы на здравоохранение, пенсионное обеспечение и социальные программы. Все остальные расходы трогать просто нельзя. Потому что это расходы по оплате долга (порядка 14% бюджета), военные расходы (18%) и расходы по поддержанию различных министерств. Политики США до сих пор не договорились о том, каким образом они будут финансировать здравоохранение. А это очень чувствительный социальный вопрос. Из-за этого программа снижения американского долга, по сути, находится в руках тех, кто занимается реформой здравоохранения.

В настоящий момент и в Европе, и в Америке сложилась ситуация, когда управление рисками попало в руки людей, которые, в общем-то, профессионально к этому не подготовлены, — в руки политиков и правительств. И от их решений зависит в целом ситуация на глобальных финансовых рынках. Даже те, кто понимает, что нужно сделать, ограничены политической процедурой — они должны согласовывать решения в парламентах, убеждать депутатов и так далее. Это занимает так много времени, что оказывается неприемлемым для рынка, из-за чего рынок нервничает еще больше и вновь создает проблемы для правительств. Никогда раньше такого не наблюдалось. Всегда это был, скорее, технический вопрос.

Но американское правительство так устроено. У них нет вертикали власти. Оно устроено как правительство, направленное на защиту прав человека, оно сконструировано по системе сдержек и противовесов, и длительные изнурительные дискуссии там норма. Другое дело, что в эту конкретную сферу попал вопрос, который там никак не должен был оказываться, — потолок долга (поскольку американское правительство потратило очень много денег на спасение банковской системы, вопрос о потолке долга перешел из технической сферы в политическую). Что касается Европы, то мы внимательно следим именно за способностью стран Евросоюза договориться между собой по основным параметрам фискальной и долговой политики.

— Как можно определить эффективность работы рейтингового агентства и насколько важны финансовые показатели?

— Во-первых, нельзя определить краткосрочную эффективность рейтингового агентства.

Срок, в пределах которого рассматривается эффективность его деятельности, должен составлять как минимум пять-семь лет. Это период, за который инвестор может понять, насколько мы ошибаемся или насколько правильно оцениваем уровень кредитоспособности эмитентов. За меньшее время это узнать невозможно. Поэтому если говорить о временных индикаторах измерения эффективности рейтингового агентства, то я бы сказал, что это пять-семь лет. А то и десять. Часто спрашивают: сколько понадобится времени на создание европейского рейтингового агентства? На мой взгляд, минимальный период — это десять лет, для того чтобы рынок хоть как-то понял, что этим рейтингам можно доверять. Если создается проект для правительства — правительственный аналитический центр, то это можно сделать гораздо быстрее. А если устраивать этот институт для инвесторов, то нужно минимум десять лет, поскольку вероятность дефолта менее чем за десять лет в какой-то релевантный, осмысленный ряд не выльется.

Рассчитывать показатели эффективности рейтингового бизнеса, скорее всего, разумно за такой же период (десять лет).

S&P в России открыло свой офис в 1998 году и дошло до уровня, когда офис мог функционировать самодостаточно, примерно через семь лет. И только через десять лет офис стал полноценным отделением S&P, аналогичным офисам в других странах.

Если говорить о финансовых показателях, то через три года бизнес рейтингового агентства идет вниз просто потому, что оно проявляет аналитическую принципиальность, порой приходится понижать рейтинги. Потом бизнес начинает медленно идти вверх — инвесторы все-таки начинают ориентироваться на рейтинги.

— Существуют ли какие-то количественные показатели помимо финансовых результатов?

— Ну, во-первых, все равно должен возникнуть определенный набор эмитентов, которых рейтингует агентство. И он должен измеряться десятками, если мы говорим о созревшем бизнесе. Потому что на десятках и сотнях эмитентов можно видеть хоть какую-то статистику по дефолтам и разумно их сравнивать.

На этой основе инвесторы могут составить портфель.

Очень важен параметр, который мы называем «покрытие». Покрытие сильно меняется в зависимости от настроений рынка и от того, куда идут рейтинги. Крупные системообразующие компании заинтересованы в рейтингах всегда, и особенно — когда рынок идет вниз. Потому что рейтинг — это гарантия от панических продаж.

Например, Грецию во время кризиса рынок сразу похоронил, а она еще долгое время существовала как приличный заемщик, в то время как сразу после принятия страны в зону евро рынок вывел ее в уровень AAA, а мы ее никогда не рейтинговали как AAA и с 2004 года понижали ее рейтинг.

— Как попадают на работу в S&P?

— У нас очень много молодых сотрудников. Они попадают сюда из университетов, из банковского сектора. Средний возраст сотрудников — около 30 лет, многие с образованием нескольких университетов — европейских, американских и российских. Если молодой человек заинтересован в работе в S&P и если он хорошо знает английский язык, хорошо знает свою специальность, то вероятность попасть сюда очень высока.

Единственная проблема, которая есть у всех сотрудников, — это то, что они вообще не могут иметь в собственности никаких ценных бумаг, торговать ими и вкладывать свои деньги в какие-либо финансовые инструменты, поскольку тут возникает конфликт интересов. И если человек приходит к нам на работу, то должен твердо знать, что он ограничен в этих правах, поскольку занимается независимой оценкой. Ограничение касается даже членов его семьи.

— Является ли S&P хорошей стартовой площадкой? На какие позиции отсюда уходят люди?

— Бесспорно, это очень хорошая стартовая площадка. Отсюда люди уходят в коммерческие банки, в инвестиционные банки, в правительство и регулирующие органы.

Сама по себе работа в S&P очень интересна. Она связана с огромным количеством поездок по стране местонахождения, по другим странам. Как образ жизни и как профессиональная работа она представляет собой просто фантастическое сочетание.

— Как обновляется методика рейтингования?

— Методика рейтингования — это так называемая система критериев. Критерии — наша аналитическая конституция. Они придуманы для того, чтобы даже в условиях коллегиального решения не давать возможности отклоняться от фундаментальных принципов, на которых в данном конкретном случае, в отношении каждого конкретного сектора выстроен наш подход.

Методика меняется постоянно. У нас есть несколько каналов обратной связи с рынком. Первый — это статистика дефолтов. Если мы видим, что категории с более высокими рейтингами оказываются по дефолтам выше, чем категории с более низкими, то делаем вывод: что-то не так и нужно что-то менять.

У нас есть омбудсмен. Это человек, который собирает отклики с рынка и отправляет их нашим аналитикам. Перед публикацией критериев мы каждый раз даем рынку ознакомиться с ними, обращаемся к его участникам с просьбой дать комментарии, собираем эти комментарии, может быть, что-то меняем в наших критериях и только потом вводим их в действие.

Это происходит постоянно, в последние годы даже чаще, особенно после кризиса subprime в США. И эта работа все равно будет идти, поскольку она не дает бизнесу закостенеть, указывает на новые контексты, дает новую статистику дефолтов, рождает новые идеи. ◻

Методика рейтингования — это так называемая система критериев. Критерии — наша аналитическая конституция. Они придуманы для того, чтобы даже в условиях коллегиального решения не давать возможности отклоняться от фундаментальных принципов, на которых в данном конкретном случае, в отношении каждого конкретного сектора выстроен наш подход.

WWW.PARADIZ.RU

+7 (495) 649 40 10

ТИПОГРАФИЯ

ПАРА'ДИЗ®

ШИРОКИЙ СПЕКТР ПОЛИГРАФИЧЕСКОЙ ПРОДУКЦИИ

Мы высоко ценим доверие наших деловых партнеров и прилагаем все усилия для укрепления наших взаимоотношений, которые в процессе работы становятся не только деловыми, но и дружескими.

С прицелом на будущее

Сейчас основной объем сделок с деривативами создается обычными «ванильными» инструментами, которыми банки торгуют постоянно

Первая редакция Стандартной документации для срочных сделок на финансовых рынках была опубликована в 2009 году. Затем понадобилась доработка первоначальных документов: во-первых, изменилось законодательство; во-вторых, было необходимо учесть результаты детального изучения документации. Сейчас эта работа завершена.

В самом конце 2011 года ФСФР России согласовала Стандартную документацию для срочных сделок на финансовых рынках. Это обновленная версия форм унифицированных стандартных договоров для заключения сделок на внебиржевом срочном рынке, подготовленных на основании международных стандартов ISDA и опубликованных в 2009 году тремя ассоциациями – НАУФОР, Национальной валютной ассоциацией и Ассоциацией российских банков. В 2009 году целью разработки документации была унификация договоров и попытка приблизить их к мировым стандартам, предоставив им таким образом лучшую правовую защиту. С 2012 года использование согласованной документации позволит также реализовать механизмы ликвидационного неттинга на внебиржевом рынке.

О том, как внедряется документация, а также каким образом будет собираться информация о внебиржевых срочных сделках, беседуют исполнительный директор коллегии адвокатов «Монастырский, Зюба и Партнеры» Владимир Хренов; старший юрист по деривативам, исполнительный директор ЗАО «ВТБ-Капитал» Ляйля Вильданова; исполнительный директор, юрисконсульт ООО «Голдман Сакс» Владимир Кобзарь; вице-президент, старший юрист ООО «Дойче Банк» Екатерина Рябова; партнер ООО «Клиффорд Чанс СНГ Лимитед» Тамер Амара.

Модератор заместитель председателя Правления НАУФОР Алексей Артамонов.

— Формальным поводом сегодняшней встречи является утверждение советом по ПФИ новой редакции стандартной документации для срочных сделок на внебиржевых финансовых рынках. Хотелось бы взглянуть на этот рынок шире и попросить вас прокомментировать, насколько это возможно, его объемы в России.

Владимир Хренов. Это непростой вопрос. До введения прозрачности на рынок через репозитарий очень трудно оценить его объемы. Даже на западных рынках, где в зависимости от базового актива в той или степени уже налажен механизм раскрытия такой информации и подготовки сводных данных (чем занимается прежде всего Банк международных рассчетов (BIS)), оценка объема рынка страдает значительными погрешностями, поскольку немалая его часть остается в лоне двусторонних отношений.

Если вы посмотрите обзорную аналитику за несколько лет, то в зависимости от цикличности рынка его номинальный совокупный объем составит от 450 до 700 трлн долларов. Эти цифры включают все базовые активы. ISDA в своих официальных комментариях справедливо делает упор на то, что эта цифра нерепрезентативна с точки зрения оценки рисков в системе. Если вы хотите отслеживать надувание «очагов напряжения», прежде всего нужно смотреть не на номинальную стоимость внебиржевых контрактов, а на их текущую рыночную переоценку, на профессиональном сленге называемую mark-to-market, или «маркировка по рынку», которая составляет лишь часть от номинальной суммы инструмента. При этом нужно исходить из того, что даже эта сумма реального текущего риска на междилерском рынке уже закрыта обеспечением, которым дилеры на ежедневной основе обмениваются в такт с переоценкой портфеля деривативных сделок. Поэтому в «сухом

Стандартная документация для срочных сделок на внебиржевом рынке разработана по инициативе АРБ, НАУФОР и НВА. При подготовке документации учитывался мировой опыт, в частности стандарты Международной ассоциации свопов и деривативов (International Swaps and Derivatives Association Inc., ISDA).

Документация разработана с целью облегчения и унификации для участников финансовых рынков переговоров по заключению соглашений относительно заключаемых сделок на внебиржевом финансовом рынке.

Ключевым элементом документации является генеральное соглашение (Master Agreement), представляющее платформу для сделок с различными классами активов.

На сегодняшний день существуют две редакции Стандартной документации – 2009 и 2011 года. Редакция 2011 года согласована НАУФОР с ФСФР России (Приказ ФСФР России от 28.12.2011 № 11-3600/пз-и) и может быть использована для распространения на отношения механизма ликвидационного неттинга в порядке, предусмотренном законодательством о ценных бумагах и законодательством о банкротстве. Документ опубликован на сайте НАУФОР.

остатке» риски участников друг на друга составляют относительно маленькую долю от общего объема (хотя, конечно, в абсолютном размере риски остаются существенными).

На российском рынке последние несколько лет опросы участников рынка проводит НВА, хотя я не могу прокомментировать, насколько подробно банки-участники опроса раскрывают объемы своих сделок.

Но для того чтобы успокоить регуляторов и других участников рынка, нужно оговориться, что наши объемы пока даже несерьезно сравнивать с международными. Наш рынок еще очень молодой. На протяжении его 15-летней истории после судебных решений посткризисного (1998 г.) образца, за исключением последних двух-трех лет, у нас торговались преимущественно валютные инструменты, по большей части — поставочные, которые фактически представляют собой конверсионные сделки с отсроченным исполнением. Там и волатильность не такая большая, как по акциям или товарам, поэтому нарастание рисков пока нельзя признать опасным для системы.

Что касается оценок объемов рынка, которые я слышал, по крайней мере, рынка валютно-процентных свопов (за последние два-три года, после того как НАУФОР опубликовала стандартную документацию, этот рынок получил бурное развитие и стал, наверное, лидирующим по объемам), то его объем составляет 12–15 млрд долларов в год. Активен рынок коротких валютных свопов, используемых банками для управления ликвидностью. Этот рынок достаточно прозрачный для регулятора (ЦБ). По другим активам движение у нас только начинается — процентные ставки, производные на акции. Насколько я понимаю, внебиржевые объемы пока невелики.

Ляйля Вильданова. Я не могу говорить за «флоу маркет», где трейдеры заключают сделки без участия юристов по стандартным формам, но среди тех сделок, в которых я принимаю участие, собственно валютных свопов не так много. Я бы сказала, что больше популярны процентные свопы, валютно-процентные свопы и беспоставочные форвардные договоры.

Универсальные договоры

— Как бы вы оценили ситуацию с инжинирингом и разнообразием инструментов? Представлены ли на нашем рынке какие-то более сложные продукты?

Владимир Хренов. Представлены, но они носят разовый характер.

Екатерина Рябова. Такие продукты обычно создаются для одного клиента и под конкретную сделку, с учетом конкретных интересов. Подобные сделки иногда бывают большими по объему, но количество их пока небольшое. Основной объем создается как раз обычными «ванильными» инструментами, которыми банки торгуют постоянно.

Тамер Амара. На самом деле чаще всего в обычную сделку вносится какой-то экзотический элемент.

— Давайте поговорим про обновленную версию Стандартной документации. В чем были главные задачи?

Ляйля Вильданова. Было несколько задач, и они должны были быть решены для того, чтобы Стандартная документация была согласована ФСФР России. При наличии такого согласования по договорам, которые отсылают к Стандартной документации, возможно проведение ликвидационного неттинга (при соблюдении также других условий, установленных законодательством). В свою очередь результат такого неттинга будет признаваться, в том числе, если контрагент находится в процессе банкротства либо признан банкротом.

После того как в 2009 году была опубликована первая редакция

Стандартной документации, законодательство претерпело изменения. Помимо признания ликвидационного неттинга появилось определение производного финансового инструмента (ПФИ), вышел нормативный акт ФСФР России о видах ПФИ, изменилось валютное законодательство, что расширило возможности участников рынка по совершению сделок. Поэтому одной из задач была доработка версии Стандартной документации 2009 года с учетом произошедших изменений законодательства.

Вторая задача состояла в том, чтобы учесть практические наработки, полученные в ходе проведения переговоров по документации, ее более детального изучения — всего, что называется «апробацией на земле».

Все это время велась работа по сбору нуждавшихся в «шлифовке» положений, в том числе для сокращения базисного риска между российской и международной документацией. И этот блок поправок занял свое место в процессе доработки.

Два аспекта — законодательные изменения и практические потребности (в том числе, с тем, чтобы облегчить работу по Стандартной документации) — стояли во главе угла всей работы. Работа была начата весной, и сейчас мы успешно ее завершили.

— **А насколько активно сегодня используется документация, предложенная в 2009 году?**

Екатерина Рябова. Процесс перехода на подобного рода документацию, к сожалению, достаточно длительный. Переговоры по ISDA Master Agreement в больших банках, где есть опыт работы с клиентами, которые разбираются в этой документации, занимает в лучшем случае два-три месяца, а некоторые переговоры длятся до года и дольше.

На российском рынке пришлось столкнуться с еще одной проблемой — на первом этапе приходится образовывать клиентов. Поэтому первый

год после появления стандартной документации, скорее, был годом образовательным. И только потом начали заключать соглашения, но процесс согласования документов тоже достаточно длительный.

Текущие операции по-прежнему часто осуществляются по простым документам, которые существовали в банках много лет, но тенденция есть, и она устойчивая — банки переходят на стандартную документацию как на рыночный стандарт, как на документ, который позволяет гораздо легче хеджировать эти инструменты на условиях таких же или сравнимых с английской документацией. И хотя пока объем сделок, которые совершаются по стандартной документации, небольшой, ситуация будет меняться с каждым месяцем и с каждым годом.

Владимир Кобзарь. Сложности согласования отчасти вызваны необходимостью минимизации «базисных» рисков, связанных с хеджированием локальных сделок на международных рынках, поэтому зачастую в российской документации приходится согласовывать условия, отражающие положения международной документации.

Пока в России этот рынок находится на стадии развития, ликвидности не будет достаточно для того, чтобы хеджироваться с применением российской документации. До того как производные финансовые инструменты были урегулированы законодательством, также приходилось структурировать деривативы в виде комбинации более простых сделок.

С улучшением ликвидности продуктов по стандартной российской документации и регулирования производных финансовых инструментов процессы согласования российской стандартной документации должны упроститься.

Ляйля Вильданова. Процесс освоения стандартной документации уже запу-

щен. Мы все чаще слышим от клиентов комментарии к документации исходя из опыта их предыдущих сделок. Хотя образовательный процесс не завершен, он набирает силу, и сейчас информация ложится на более-менее подготовленную почву.

2009–2010 годы были временем «вспахивания целины», а сейчас это уже закладывание семян, которые должны дать свои всходы.

Образовательный процесс среди клиентов — это индивидуальная работа. У каждого из клиентов свой уровень подготовки. Например, клиентам, у которых мало опыта работы в западном формате, нужно досконально объяснять юридические аспекты и экономические механизмы с тем, чтобы они могли вынести свое собственное суждение относительно возможных юридических и экономических рисков.

Екатерина Рябова. Я не согласна, что это обязательно должна быть индивидуальная работа. Не хватает обычных методических рекомендаций, учебников или курсов, где участникам рынка объяснили бы, почему сказано так или иначе, пункт за пунктом.

Тамер Амара. На самом деле все зависит от конкретного финансового учреждения. Есть банки, которые более активно принимают новую документацию. Есть банки, которые продолжают делать сделки на основании документации, которую разрабатывали исторически, в том числе крупные русские банки.

Мне кажется, что все решится достаточно быстро, когда неттинг будет признаваться только по сделкам, заключенным по стандартной документации. Переход будет достаточно быстрым.

Важный элемент

— Когда закон о клиринге вступит в полную силу, в том числе заработает ликвидационный неттинг, насколько сильно это отразится на нашем рынке? Может ли быть какой-то моментальный эффект с точки зрения объемов рынка?

Ляйля Вильданова. Закон о неттинге вступил в силу, и это отчасти можно рассматривать как пройденный этап. Но когда механизм неттинга заработает в полную силу, вряд ли рынок вдруг развернется с необычайной широтой. Причина в том, что есть еще факторы, которые независимо от наличия или отсутствия неттинга сдерживают возможность проведения сделок в том объеме, в котором хотелось бы участникам рынка.

Например, российские стандарты бухучета должны быть приведены в соответствие с МСФО: должна быть введена и признана концепция определения текущей рыночной стоимости (mark-to-market) деривативных сделок. Правила налогового учета должны быть единообразными с правилами бухгалтерского учета. Регулирование Банка России необходимо развивать по направлению признания оценок, основанных на рисковом подходе (особенно применительно к деривативным сделкам), в том числе подходе VaR (Value at Risk), который, например, используется FSA Великобритании.

Как я сказала, это совокупность факторов, в которой ликвидационный неттинг занимает свое место, но это только один из вопросов.

Это не основное окно, которое позволит всем дышать легко и свободно, когда откроется.

Екатерина Рябова. Но дышать станет легче.

Владимир Хренов. Законы-сателлиты к закону о клиринге признают неттинг

С 1 января 2012 года вступил в силу Федеральный закон «О клиринге». Закон вводит механизм ликвидационного неттинга (close-out неттинг), который позволяет при банкротстве одной из сторон сделки избежать процедуры перечисления денежных средств по обязательствам ликвидируемой стороне с последующим обратным требованием в очереди с другими кредиторами. Ликвидационный неттинг является общепризнанным правилом международного финансового законодательства, позволяющим снизить системные риски для финансовой системы в целом.

НАУФОР принимала активное участие в работе над законом о клиринге, в том числе вместе с ЦБ РФ, Минэкономразвития и ФСФР России активно поддерживала идею сохранения в нем механизма ликвидационного неттинга.

Условием для ликвидационного неттинга является использование сторонами согласованной ФСФР России стандартной документации по срочным сделкам на финансовых рынках, а также рапортирование о сделке в репозитарий. В настоящее время проект положения ФСФР России о репозитарии находится на утверждении в Минюсте РФ.

в отношении внебиржевых инструментов срочного рынка. Это важная веха в развитии рынка, хотя в том, что касается российской части, немедленного скачка, скорее всего, не будет. Важно отметить, что с регуляторной точки зрения вопрос о неттинге для российских банков не столь актуален, поскольку банковское регулирование уже де-факто признает неттинг. Для целей эффективного управления рисками ситуация, конечно, совсем другая. Западные банки, которые открывают торговые линии на российских контрагентов, смотрят на реальную картину не только потому, что знают, чем это чревато в случае банкротства контрагента, но и в силу того, что свои риски на контрагента они должны считать по западным стандартам. Западные стандарты требуют подтверждения, что неттинг работает, и это подтверждение, естественно, должно опираться на законодательную защиту неттинга в случае банкротства контрагента, которой до сих пор в российском законодательстве не было.

По моей практике я вижу, что многие западные банки действительно ждут того дня, когда механизм ликвидационного неттинга заработает. Не уверен, однако, что эта дата наступит даже с момента запуска репозитария, когда у нас формально заработают механизмы, которые предусмотрены в законодательстве о ликвидационном неттинге. В законе есть еще несколько моментов, которые создают ловушку для тех, кто хочет опираться на эти нормы.

Хотя нужно еще раз оговориться, что принятие этого законодательства имеет чрезвычайно важное значение для развития рынка.

Владимир Кобзарь. Важным аспектом российского регулирования является то, что несоблюдение формальных требований одной стороной может иметь серьезные гражданско-правовые последствия для другой стороны. Во многих иностранных юрисдикциях несоблюдение одной стороной регуляторных норм не ослабляет гражданско-правовые средства защиты другой стороны.

Тамер Амара. Для меня этот вопрос стоит более актуально, потому что помимо того, о чем здесь говорилось, есть большой элемент того, что у нас есть более-менее современное законодательство о неттинге и есть анахронизмы в гражданском законодательстве, которые существуют с начала 90-х годов.

Мы много об этом говорили, когда шла дискуссия по изменению Гражданского кодекса. Это вещи, которые касаются письменных форм оформления сделки, одобрения крупных или заинтересованных сделок, вопрос о том, каким образом считать производные с этой точки зрения.

— Как вы оцениваете перспективы внесения соответствующих правок в Гражданский кодекс?

Тамер Амара. Когда мы участвовали в заседаниях волошинского комитета по построению МФЦ по этому вопросу, то разработки в рамках этой группы были достаточно продвинутыми. Но дальше к процессу подключились кодификаторы: Арбитражный суд, Государственное правовое управление при Президенте РФ — у каждой из этих организаций есть свое видение того, как Гражданский кодекс должен функционировать. Было представлено мнение академиков, каким образом они видят функционирование рынка в России.

И зачастую те вещи, которые мы пытались прописать в ГК, касающиеся финансового рынка, были отметены на том основании, что это очень узкая сфера регулирования, поэтому идите и делайте отдельные законы, в частности, в отношении обеспечения в рамках финансовых сделок.

Работать и рапортовать

— Правильно ли я понимаю, что в обновленную редакцию включены положения, регулирующие рапортирование об уже существующих сделках в репозитарий и распространяющие на них режим ликвидационного неттинга?

Владимир Хренов. Среди документов, которые разработаны для принятия рынком, есть документ, который закладывает механизм перехода сделок из старого формата в новый. Это очень важный вопрос, потому что некоторые банки уже накопили солидный портфель сделок, у которых срок погашения наступает через несколько лет. С вводом в действие режима ликвидационного неттинга очень важно сохранить этот монолит — чтобы из неттинга не выпали сделки, которые были заключены до вступления такого режима.

Тамер Амара. Что касается российской документации, я соглашусь с Владимиром, там есть механизм перехода. Что, наверное, будет интересовать международных клиентов — это то, как они могут перевести сделки, которые заключены по старой документации, на новый порядок без перезаключения. Если придется перезаключать сделки, то для всех вопрос — уложатся ли они в период, который предусмотрен для «исторических» сделок.

Владимир Хренов. К этому можно добавить, что проблема встанет не только для трансграничных сделок, но и для сделок, которые до сих пор заключались на внутреннем рынке, но по другому формату документации.

Потому что разработанное нами для наших форм документации не касается собственных форм, которые были разработаны и использовались отдельными участниками рынка. Для них вопрос о том, чтобы перевести сделки под режим

нового соглашения, будет гораздо более проблематичным.

Поэтому многие участники рынка озаботились тем, чтобы «обкатать» со своими клиентами вопрос о переходе на стандартную документацию, а не на собственные формы договоров.

— Положение ФСФР России предусматривает «переходный период» шесть месяцев, в течение которого «старые» сделки могут быть отрапортованы. Насколько такой срок реалистичен?

Тамер Амара. Вопрос этот в первую очередь операционный. Если все системы работают и отлажены внутри рапортующих организаций, то, может быть, в шестимесячный срок реально уложиться.

Но в ситуации, когда существует проект положения об отчетности, но система не налажена ни в рапортующих организациях, ни внутри репозитария (потому что все будет утыкаться в программное обеспечение), непонятно, как будут работать каналы связи между рапортующими организациями и репозитарием. Банкам нужно будет наладить системы в бэк-офисах, в том числе для головных офисов в Лондоне, Нью-Йорке и так далее.

Первые три месяца уйдут на то, чтобы посмотреть, сколько в этой системе проблемных точек, по которым нужно принимать какие-то решения, чтобы все нормально заработало.

Екатерина Рябова. Перевод на новую версию документации будет, конечно, трудоемкий, но, я думаю, не очень сложный, даже с учетом того, что многие участники рынка использовали свой вариант генерального соглашения. Придется провести образовательную работу, потому что не все в курсе того, что происходит в законодательстве. Этот вопрос в шестимесячный срок решаем.

Подготовка операционных систем — это другой вопрос, потому что на дан-

ный момент сам репозитарий еще не готов представить информацию о том, как будет организована эта система у них. Без этого невозможно начать подготовку систем банков и профучастников, для того чтобы осуществлять подготовку и представление отчетности автоматически.

Подавать отчетность в таком объеме в бумажном виде невозможно. Крупным участникам пришлось бы просто подгонять к репозитарию грузовики с документами.

И здесь очень важна объединенная работа всех участников рынка.

А дальше начнется период, когда участники рынка начнут использовать заложенные в приказ о регистрации сделок формы, и когда неизбежно найдутся ошибки, которые не будут позволять отчитывать какие-либо сделки. Потому что при всех наших усилиях помочь ФСФР отразить все возможные варианты инструментов рынок, вероятно, все-таки окажется в ситуации, когда некоторые продукты чисто технически невозможно будет включить в эти формы.

Мы надеемся, что когда накопится какое-то количество ошибок, ФСФР сможет на них отреагировать и внести изменения в положение и в формы отчетности. Документ новый, формы новые и достаточно сложные, и как все будет осуществляться на практике — пока не очень понятно.

Тамер Амара. Основной вопрос, который я для себя вижу в отношении российских сделок, — это то, что если первоначально, когда шли проекты закона о клиринге, регистрация была добровольной и вводилась для целей неттинга, то сейчас она обязательна.

— Это так трактуется регулятором.

Владимир Хренов. А раз оно так трактуется регулятором, значит, в большинстве случаев это так и есть.

Тамер Амара. То есть у нас есть ситуация, в которой регистрация обязательна, а наиболее вероятным последствием нерегистрации является недействительность сделок, а если это так, то все вопросы, связанные с невозможностью регистрации, влекут недействительность сделок?

Ляйля Вильданова. Я не согласна. Направление информации репозитарию — это «регуляторное» требование сродни отчетности. Оно абсолютно не влияет на действительность сделки, оно не имеет отношения к форме сделки и к требованию о государственной регистрации по Гражданскому кодексу.

Если кто-то не направит информацию о сделке, то последствия должны носить административный характер.

Екатерина Рябова. Единственное гражданско-правовое последствие отсутствия регистрации сделок (и мы надеемся, суды нас поддержат) — это то, что такая сделка не будет учитываться при определении ликвидационной стоимости.

Тамер Амара. Я согласен, что это логично, но пока не будет ответственности.

Ляйля Вильданова. Ответственность установлена пока только для профессиональных участников рынка ценных бумаг за нарушение закона о рынке ценных бумаг. Однако нецелесообразно сгущать краски.

Тамер Амара. Если бы я эту мысль не слышал в Центральном банке, я, наверное, занимал бы менее консервативную позицию. Но что такой риск там потенциально есть — не только моя точка зрения. Наверное, это вопрос, который нужно обсуждать, в том числе, с регулятором.

Екатерина Рябова. Это обязательство по представлению отчетности, это не требование государственной регистрации сделок в рамках Гражданского кодекса.

Владимир Хренов. И в этом смысле вопрос о недействительности сделки может решаться только на основании тех положений, которые предоставляет для этого Гражданский кодекс. Положение ГК о недействительности сделки, противоречащей требованиям закона, едва ли может быть применимо, поскольку по общему правилу приводит к ничтожности сделки. Законодательство о ПФИ не предусматривает таких последствий. Договор, являющийся ПФИ, становится действительным с момента заключения, а регистрируется в течение предусмотренного срока после заключения. Вопрос о последующей нерегистрации не может, на мой взгляд, стать основанием последующего признания незаконности сделки.

Екатерина Рябова. Более того, в самом положении ФСФР слово «регистрация» определяется несколько иным образом — как термин, предусматривающий включение сведений в реестр. Существующий проект приказа даже не использует слово «регистрация». Речь идет о направлении сведений о договоре в реестр.

Владимир Хренов. Были жаркие дебаты о том, можно ли оставлять в приказе слово «регистрация» именно потому, что это слово может направить по ложному следу и создать риск того, что под этим будет пониматься государственная регистрация. Сам регулятор заявлял, что в данном случае речь не идет о государственной регистрации сделок с точки зрения ГК, что является условием ее действительности. В положении речь идет исключительно об отчетности в целях сбора информации и фиксации условий сделки для ликвидационного неттинга. Все.

— Известно ли вам об инициативе ЦБ РФ, возможно, совместно с ФСФР России о подготовке законопроекта о репозитарии?

Екатерина Рябова. По информации представителей ФСФР и ЦБ, такая договоренность существует. У ФСФР сейчас недостаточно полномочий в отношении репозитария, которые предоставляются ей в рамках положения о порядке ведения реестра договоров, и нужен отдельный закон, который регулировал бы деятельность репозитария.

Владимир Кобзарь. Среди открытых вопросов — необходимость введения законодательных норм ответственности репозитария.

Екатерина Рябова. Полномочия ФСФР в отношении репозитария ограничены, и накладывать какие-либо санкции на репозитарий в большинстве случаев у них просто нет возможности. Появление нового закона должно отвечать интересам участников рынка, потому что в данный момент вопросы регулирования деятельности и ответственности репозитария должны предусматриваться в соглашениях участников рынка с репозитарием. Участники рынка высказали пожелания предусмотреть более высокий уровень ответственности. Ответ ФСФР был в том, что у них недостаточно полномочий, чтобы это реализовать.

Проблема в том, что еще, кроме этих положений, окажется в проекте закона о репозитарии.

— Вариантов, кто будет репозитарием — немного. После того как он будет объявлен, ФСФР закладывает месяц на то, чтобы он стал принимать отчеты о сделках. Это реальный срок с точки зрения налаживания технологий внутри участников рынка?

Екатерина Рябова. По данному вопросу, к сожалению, пока ясности нет. Если опираться на опыт, то в больших банках серьезная доработка IT может занимать несколько месяцев.

Проблема также в том, что многие банки используют системы, разработанные сторонними организациями, и для того, чтобы вносить в них изменения, нужно привлекать эти сторонние организации. И если внутри банка приоритеты расставить легче, то здесь существуют договорные отношения и гибкость не такая.

Конечно, хочется расширить сроки до «чем больше, тем лучше», но, с другой стороны, все-таки хотелось бы, чтобы ликвидационный неттинг заработал в ближайшем будущем.

Владимир Кобзарь. Возможно предложить какое-то более гибкое решение. Например, регистрация сделок как обязательная норма вступает в силу после длительного переходного периода, чтобы предоставить возможность рынку продолжить существование, пока участники создадут инфраструктуру по регистрации сделок. Но можно предоставить возможность участникам регистрировать сделки ранее для реализации положений о ликвидационном неттинге.

Екатерина Рябова. Или ввести мораторий на привлечение к ответственности.

Ляйля Вильданова. Мы ведем работу с тем, чтобы оценить, сколько времени потребуется для налаживания процесса сообщения о сделках. Но конкретных действий никто не предпринимает. Пока не разработано программное обеспечение или хотя бы какая-то его «бета-версия».

Екатерина Рябова. Насколько мы поняли, некую общую матрицу репозитарий готов представить в начале 2012 года.

Ляйля Вильданова. Срок в один месяц, установленный в проекте, даже с точки зрения внутренних организационных процедур банков масштаба ВТБ с филиальной сетью (сделки заключаются не только в Москве, но и в регионах) очень мал.

Владимир Кобзарь. Здесь следует иметь в виду то, что требование о регистрации может распространяться на все сделки, независимо от того, заключены ли они на основании генерального соглашения, которое одобрено ассоциацией, или на основании иного генерального соглашения.

Екатерина Рябова. По крайней мере, регистрация прошлых сделок — это дело добровольное.

Ляйля Вильданова. У нас, например, очень много генеральных соглашений, которые имеют более узкий предмет по сравнению со стандартной документацией, например, только для сделок с валютой. По ним сделки заключаются ежедневно на постоянной основе. И даже принимая во внимание упрощенный порядок для сообщений о спот-сделках, организация сообщения информации о сделках потребует отладки большого количества механизмов.

Екатерина Рябова. В отличие от текущих операций, которые можно автоматизировать, представление сведений об «экзотических» производных инструментах потребует чуть ли не ручного режима, а также знаний как самого инструмента, так и положения о регистрации сделок. Потому что информация требуется очень подробная, и сопоставить чисто технически условия сделки полям и форме отчетности просто не будет возможным.

То есть возможно понадобятся или новые люди, или специальное обучение имеющихся сотрудников, или даже некая новая специальность.

Ляйля Вильданова. Например, еще один «ответственный сотрудник»…

Екатерина Рябова. …который должен понимать и сам деривативный инструмент, что для бэк-офиса не так просто, и понимать требования отчетности по производным инструментам, потому что документ достаточно сложный.

Владимир Кобзарь. И еще кажется важным, что проект порядка ведения реестров предусматривает, что условия сделок, содержащиеся у репозитария, будут превалировать над положениями договора для целей расчета нетто-обязательства при банкротстве. Это создает дополнительную зависимость рынка OTC от репозитария.

Ляйля Вильданова. Это означает, что мелкая техническая ошибка может привести к реальному ущербу.

Владимир Кобзарь. Другой вариант, который уменьшил бы данную зависимость, заключается в том, чтобы предусмотреть, что сделка будет считаться зарегистрированной, даже если какие-либо данные не были отражены или были отражены неправильно, при условии, что данные, которые были представлены репозитарию, позволяют идентифицировать сделку.

Ляйля Вильданова. Насколько мы понимаем, свободного поля, куда можно было бы вписывать какие-то специфические особенности сделки, проектом не предусмотрено. Вводится поле «иной договор», но оно содержит поименованные сведения, а поле «прочие особенности сделки» отсутствует.

Екатерина Рябова. Проблема также в том, что по многим видам «экзотических» инструментов в том виде, в котором форма отчетности по ним существует сейчас, не каждое существенное условие сделки можно включить в форму. Возможно, что это еще изменится.

Ляйля Вильданова. Это важно и для регулирующих органов, поскольку они заинтересованы в этой отчетности.

— Какой процент профессиональных участников это затронет?

Ляйля Вильданова. Если смотреть по видам сделок, которые попадают под требование о сообщении в репозитарий — ПФИ, репо и иные сделки, объектом которых являются иностранные валюта и ценные бумаги, — то это заденет все банки, которые совершают операции с иностранной валютой на финансовом рынке. У нас в стране около двух тысяч банков, и у большинства из них есть соответствующие лицензии.

Екатерина Рябова. Не говоря уже о том, что есть крупные банки, которые предлагают сложные структурированные продукты. Они предлагают их средним и небольшим банкам, которые находятся в регионах. То есть это проблема не только для крупных банков, для дилеров, которые эти инструменты продают, но и для тех банков, которые их будут покупать.

Ляйля Вильданова. Также это коснется всех корпоративных клиентов, которые покупают у банков как сложные продукты, так и заключают простые сделки купли-продажи иностранной валюты на основании генеральных соглашений.

Екатерина Рябова. Совершенно верно. Как уже говорила Ляйля, учитывать надо все банковское сообщество и все профессиональное сообщество на рынке ценных бумаг, которое должно будет не просто ознакомиться с этим документом.

Ляйля Вильданова. А должно с ним будет работать «как часы». В силу того, какой объем информации запрашивается о каждой сделке, это коснется всего рынка в целом.

Идеи — в жизнь

— Я правильно понимаю, что у вас нет опасений относительно имплементации стандарта, а, скорее, вопросы к инфраструктуре этого процесса. Что в нем еще вызывает ваше внимание?

Екатерина Рябова. Все ждут первого судебного прецедента и в то же время его опасаются. Потому что до сих пор у нас не было ни одного судебного разбирательства с «участием» стандартной документации.

Ляйля Вильданова. Судебные процессы, которые могут быть, станут своего рода экзаменом. Мы поймем, насколько стандартная документация воспринята и освоена на рынке.

Владимир Кобзарь. Возвращаясь к теме формальностей и вопросов материального права. В течение последних нескольких лет появился ряд законодательных актов, содержащих формальные процедуры, которые еще не были детально урегулированы, но могут нести существенные правовые последствия для участников рынка, например, условия заключения трансграничных сделок с лицами, которые идентифицируются брокерами как квалифицированные инвесторы; закон об инсайде, который накладывает обязательства по уведомлению компаний о заключении сделок в отношении соответствующих активов, в том числе деривативных сделок; и последние — обязательная регистрация договоров по внебиржевым сделкам.

Екатерина Рябова. И все это еще не опробовано.

Владимир Хренов. Во внедрении этой документации есть следующая проблема: документация сложная, с точки зрения культуры написания договоров она не отвечает российской практике. И мы как разработчики этой документации шли на это сознательно, понимая, что процесс ее «переваривания» займет какое-то время. Но это единственная модель, которая может работать на эффективном внебиржевом рынке. Предоставляя участникам рынка такое широкое меню из различных условий и инструментов, вы даете возможность в коротком документе — подтверждении по сделке — предусмотреть все условия, которые будут применимы к конкретной сделке.

После того как стороны ознакомились с «общим меню», заключение каждой индивидуальной сделки сокращается до минимума. Это приводит к увеличению ликвидности на внебиржевом рынке, что является крайне важным.

А если сравнивать стандартную документацию с тем, к чему участники российского внебиржевого рынка давно уже привыкли, ее основное отличие заключается в том, что она построена по так называемой модульной системе, которая пригодна как платформа для различных типов сделок и различных классов активов. Традиционные документы на рынке такой возможности не предоставляют. Там есть традиционное соглашение для валютных сделок, соглашение для репо, может быть, у кого-то соглашение для срочных сделок на акции, но нет такого, чтобы у вас все это объединялось на одной платформе, а это крайне важно для целей неттинга. Поэтому эта сложность является необходимой «горькой пилюлей», которую нам всем нужно проглотить. Это необходимый этап созревания рынка. Если вы посмотрите на международный опыт — документацию ISDA приняли в 1992 году, — рынок долгое время не понимал ее, и она внедрялась с большим трудом. Сейчас она используется повсеместно. Так что это естественный процесс роста, нужно всем набрать в легкие кислорода и ждать, пока рынок не освоит новую документацию.

— По инициативе НАУФОР, НВА и АРБ в начале лета этого года сформирован Совет по ПФИ, в рамках которого будет идти работа по расширению продуктовой линейки документации. Какие направления будут приоритетными?

Екатерина Рябова. Можно озвучить официальную позицию совета по ПФИ, который установил очередность в следующем порядке: первое — разработать приложение по товарным деривативам, затем идут изменения в стандартную документацию в связи с включением в нее иностранных ценных бумаг, следующим пунктом идут кредитные деривативы, и последними по приоритетности и в неустановленном пока объеме — изменения в стандартные условия срочных сделок с акциями и фондовыми индексами в свете изменений, которые претерпели Equity Definitions совсем недавно.

Эта последовательность отражает результаты неформального «голосования», проведенного среди банков-участников рынка, хотя, конечно, у каждого участника могут быть свои интересы и свои приоритеты.

По срокам работы речь идет примерно о полугодии. Спрос есть, об этом можно судить хотя бы исходя из того, что, например, собственное товарное приложение разработано практически каждым банком, работающим на российском рынке, уровень образования среди корпоративных клиентов возрос настолько, что компании начинают хеджировать не только валютные и процентные риски, они начинают смотреть на товарные рынки, на производство, начинают хеджировать изменение цен как на свою продукцию, так и на сырье, которое они используют в своем производстве.

Очевидно, что для межбанковского рынка весьма интересны кредитные деривативы.

Владимир Кобзарь. В России сырьевой рынок очень важен, поэтому вполне естественно, что товарное направление имеет приоритет, существует большой

спрос на этот продукт, как при трансграничных сделках, так и по локальной документации.

Екатерина Рябова. Что касается сложности документации, у корпоратов есть единственная альтернатива пойти к зарубежным банкам, у которых документация не проще. И к зарубежным банкам могут пойти только очень большие компании, у которых достаточно ресурсов, чтобы обеспечить соответствующее юридическое сопровождение.

Тамер Амара. Кредитные деривативы, по моей практике, больше делаются на трансграничной основе, спрос на товарные приложения велик, но у меня нет уверенности, что есть активная необходимость менять приложения по акциям и по индексам, с единственным исключением, что это будет в целом снижать базисный риск, чтобы максимально синхронизировать трансграничную документацию и российскую.

То, в чем есть большой интерес, но что вряд ли случится в ближайшем будущем, — это чтобы у нас нормально заработала концепция обеспечения в рамках финансовых сделок. Но это зависит не только от рынка, но и от законодателя. Последнее, что я слышал от Высшего арбитражного суда, — это то, что, возможно, все это будет урегулировано в рамках закона об обеспечении финансовых сделок. Когда этот закон появится хотя бы в виде проекта, никто не знает.

Владимир Кобзарь. Положения о маржинировании способствуют более раннему разрешению споров в отношении переоценки в сравнении с необеспеченными сделками, по которым переоценка не «кристаллизуется» до момента прекращения, поэтому даже при отсутствии законодательных изменений в отношении обеспечения финансовых сделок, использование маржинирования по сделкам позволит снизить риски участников рынка ПФИ.

Тамер Амара. Если посмотреть на то, что у нас прописано в проекте Положения о регистрации сделок, то там есть отдельная форма для регистрации маржинальных платежей, но каким образом все это будет оцениваться при банкротстве, является большим вопросом.

Екатерина Рябова. Законодательство о банкротстве — это уже несколько другой уровень, и многое зависит от того, как отнесутся суды к подобному обеспечению.

— Совет по ПФИ носит в общем-то неформальный характер. Как вы думаете, важна ли его институциализация для того, чтобы вести диалог, например с регулятором, о всех проблемах данного сегмента рынка?

Екатерина Рябова. Создание совета по ПФИ было очень хорошей идеей, и было бы хорошо ее до конца формализовать, чтобы совет по ПФИ отражал позицию рынка в этой сфере в диалоге с регулятором и другими государственными органами. Пока мы находимся в ситуации, когда, например, один нормативный акт комментируется по отдельности несколькими ассоциациями и различными участниками рынка. Не скажу, что мы полностью повторяем историю с «лебедем, раком и щукой», но все-таки объединенные усилия позволили бы избежать ненужных рывков в разные стороны. Очень важно, чтобы такой орган был создан официально, и в этом качестве его приняли все участники рынка и регулятор. ◻

Обязанность участников внебиржевого рынка представить информацию о заключенных договорах, являющихся производными финансовыми инструментами, саморегулируемой организации профессиональных участников рынка ценных бумаг, клиринговой организации или фондовой бирже прописана в статье 51.5 Закона «О рынке ценных бумаг», введенной в действие в 2011 году.

ФСФР России в приказе, определяющем порядок направления информации о договорах, определяет такую организацию как репозитарий. Репозитарий обеспечивает целостность и сохранность получаемой им информации, ее конфиденциальность и защиту от искажений и несанкционированного доступа, а также регулярную отправку реестра в ФСФР России.

Отчетность по сделкам в репозитарий является одним из условий распространения на заключенную сделку механизма ликвидационного неттинга.

Виктор Коновалов
заместитель директора «Интерфакс-ЦЭА»

Сюрприз от несогласных

Декабрь выдался для российского рынка акций не совсем удачным — помимо сохранившейся нестабильности мировых рынков, негатив пришел и изнутри

Динамика российского рынка акций в 2011 году в целом была негативной. Рынок акций РФ в 2011 году оказался в «середнячках», упав чуть более чем на 20% среди стран с развивающейся экономикой, для которых агентство Standard & Poor's рассчитывает страновые инвестиционные индексы S&P/IFCI.

Индекс РТС по итогам года снизился на 21,9% — до 1381,87 пункта, а индекс ММВБ потерял в 2011 году 16,9%, опустившись до 1402,23 пункта.

Прежде всего на российский рынок давили внешние факторы, среди которых наиболее важными были долговые проблемы еврозоны. Позитивная динамика отечественных акций была зафиксирована лишь в начале года (годовые максимумы были достигнуты в начале апреля), после чего инициатива перешла к игрокам на понижение. Пик падения пришелся на начало октября, когда мировые рынки «переваривали» назревавший дефолт Греции, грозивший перерасти в распад еврозоны.

Снижение российского индекса S&P/IFCI по итогам 2011 года составило 21,49% (12-й результат из 20 фондовых индикаторов emerging markets). При этом в группе БРИК российский рынок уступил лишь Китаю, потерявшему по итогам года 19,4%, но оказался лучше фондовых рынков Индии (-37,1%) и Бразилии (-21,51%).

В свою очередь индекс РТС по итогам года снизился на 21,9% — до 1381,87 пункта, а индекс ММВБ потерял в 2011 году 16,9%, опустившись до 1402,23 пункта.

Позитивное начало года

Несмотря на негативные итоги, в первом квартале российский рынок акций демонстрировал рост на фоне благоприятной мировой конъюнктуры, высокой денежной ликвидности банковского сектора, а также западного спроса на бумаги. Отечественные фондовые индикаторы в первой декаде апреля достигли годовых вершин — на пике роста индекс РТС превышал отметку 2130 пунктов, а индекс ММВБ — 1865 пунктов. В немалой степени этому способствовал рост мировых цен на нефть, которые достигли максимумов с сентября 2008 года на опасениях, что конфликт в Ливии приведет к долговременным перебоям в поставках сырья и будет служить фактором, дестабилизирующим

В этой статье:

Ситуация на мировых рынках в начале года.

События в еврозоне и их влияние на фондовые рынки.

Рынок акций РФ.

обстановку во всем арабском мире. Рынки были поддержаны также экстренными денежными вливаниями Банка Японии и решениями министров финансов и глав ЦБ стран «большой семерки» (G7) о совместных интервенциях на валютном рынке с целью сдерживания роста курса иены.

Оптимизм мировых инвесторов подогревался и статистическими данными по рынку труда США: безработица в марте снизилась до 8,8% (минимум за два года), а число рабочих мест в экономике выросло на 216 тыс. при прогнозах роста на 190 тыс. В Азии индексы росли благодаря ускорению роста промышленного производства в Китае (индекс PMI менеджеров закупок в Китае вырос до 53,4 пункта в марте с 52,2 пункта в феврале), а также на новостях о потенциально крупнейшем поглощении в истории китайского горнорудного сектора — предложении Minmetals Resources купить канадско-австралийскую фирму Equinox Minerals за 6,3 млрд канадских долларов, чтобы получить контроль над принадлежащим канадско-австралийскому концерну самым большим медным рудником Африки. В США вышли хорошие окончательные данные о ВВП за IV квартал (оценка роста была повышена до 3,1 с 2,8%, в то время как ожидался рост всего до 3%) и данные о расходах населения в феврале (расходы выросли на 0,7% при прогнозах увеличения на 0,5%).

Падение мировых рынков

После того как к началу мая рынок акций РФ растерял весь рост первых месяцев года, динамика рынка вплоть до августа не имела ярко выраженной направленности — позитивные новости нивелировались негативными факторами, что не давало возможности сформировать устойчивый тренд участникам рынка. Основные драматические события для всех мировых рынков, в том числе и российского рынка акций, пришлись на август — начало октября.

Ярко выраженная тенденция к снижению обозначилась практически с первых же чисел августа из-за опасений рецессии в американской экономике. При этом повышение Конгрессом США потолка госдолга страны, а также решение Европейского центробанка (ЕЦБ) предоставлять банкам дополнительную денежную ликвидность на фоне растущей напряженности не смогли стабилизировать ситуацию. На всех мировых площадках прошла паническая волна распродаж акций, а спросом пользовались защитные активы, прежде всего золото, обновившее исторические ценовые максимумы, а также казначейские облигации США.

Вторая торговая неделя августа начиналась с обвала акций, рынок вписал в свою историю очередной «черный понедельник», рухнув по индексу РТС почти на 8% (ниже 1660 пунктов) — рекордное падение с 17 февраля 2009 года — на фоне обвала мировых площадок и нефти после того, как агентство Standard & Poor's понизило кредитный рейтинг США с высшего уровня AAA до AA+. Агентство объяснило, что понизило рейтинг страны из-за растущего государственного долга, а также из-за того, что власти США не принимают достаточно эффективные меры для решения долговой проблемы.

Первая сильная волна падения российского рынка акций завершилась в начале торгов 11 августа. Волатильность колебаний отечественного фондового рынка в этот день была повышенной, но тем не менее к концу дня индексы подросли благодаря коррекционному отскоку в США. Нестабильная ситуация на мировых фондовых площадках была вызвана опасениями замедления экономического роста в США, а также долговыми проблемами стран еврозоны. В частности, возросли опасения инвесторов относительно того, что долговой кризис в еврозоне может перекинуться на Францию.

Негативом для мировых рынков также стало ухудшение аналитиками Morgan Stanley прогноза роста мирового ВВП в текущем году до 3,9 с 4,2%, в 2012 году — до 3,8 с 4,5%. Эксперты отмечали «недостаточность» мер европейских властей в ответ на долговой кризис в регионе, ослабевшее доверие бизнеса и потребителей к экономике, а также перспективы ужесточения мер бюджетной консолидации в развитых странах.

Опубликованный 23 августа индекс доверия инвесторов и аналитиков к экономике Германии, рассчитываемый исследовательским институтом ZEW, показал в августе падение до 53,5 пун-

кта по сравнению с 90,6 пункта в июле. Аналитики в среднем прогнозировали уменьшение индикатора до 85 пунктов. Индекс ZEW, который показывает ожидания инвесторов и аналитиков на ближайшие шесть месяцев, опустился до минимальных с декабря 2008 года минус 37,6 пункта с минус 15,1 пункта в июле (эксперты ожидали падения этого показателя до минус 26 пунктов).

В сентябре – начале октября на фоне усилившегося оттока капитала активность продавцов на отечественном фондовом рынке заметно возросла. На это указывало также резкое падение курса рубля. Среди негативных факторов этого периода аналитики выделяют подачу главным регулятором ипотечных компаний США – Федеральным агентством жилищного финансирования (Federal Housing Finance Agency) – исков против более чем десятка крупнейших банков страны по обвинениям в непредставлении клиентам полной и адекватной информации о качестве ипотечных ценных бумаг, которые продавались ими в преддверии и в ходе ипотечного кризиса в США. В результате под давлением оказались банковские акции практически во всех странах.

Негативные сигналы поступали в этот период и с кредитного рынка Европы, где банки все более неохотно кредитовали друг друга на фоне опасений, что убытки финансовых компаний, связанные с долговым кризисом в еврозоне, увеличатся. Негативом для Европы стали также данные о заказах промышленных предприятий в Германии в июле, которые упали на 2,8% при прогнозах снижения на 1,5%.

Очередное снижение мировых рынков произошло после выступления главы Федеральной резервной системы (ФРС) США Бена Бернанке, разочаровавшего инвесторов в связи с отсутствием четких планов по предотвращению ослабления экономики. Бернанке заявил, что американский ЦБ по-прежнему располагает инструментами для поддержки ослабляющейся экономики, однако не обозначил четких планов по стимулированию роста. В своем выступлении он также отметил, что Федеральный резерв ожидает медленного ускорения темпов восстановления экономики, несмотря на официальное понижение Центробанком прогноза роста ВВП США на ближайшие кварталы.

ФРС огорчила рынки

В начале третьей декады сентября рынок акций РФ продемонстрировал рекордное с кризисного 2008 года падение индексов на фоне массы негативных новостей из США, а также из-за зависшего в неопределенности вопроса о выделении финансовой помощи Греции. Главным негативом стали итоги очередного заседания Федерального резерва США, который не смог внушить рынкам уверенность в решении проблем замедления американской экономики — инвесторы начали спешно избавляться от рисковых активов на опасениях возврата рецессии, так как ФРС в своем заявлении акцентировала внимание о существенных рисках для экономики.

ФРС не стала вводить новую программу количественного смягчения (QE3), а приняла решение изменить структуру баланса в пользу бумаг с большим периодом обращения. Аналогичный шаг американский ЦБ уже предпринимал в 1961 году, тогда он получил название "Операция "Твист". Таким образом, ФРС рассчитывает еще больше усилить давление на уровень долгосрочных ставок и стимулировать кредитование реального сектора и домохозяйств. Объем мероприятий в рамках операции "Твист" составит 400 млрд долларов. Вплоть до июня следующего года Центробанк США будет продавать бумаги с периодом обращения менее трех лет и приобретать US Treasuries со сроком погашения через 6-30 лет.

Добавило негатива и снижение агентством Standard & Poor's рейтингов Италии и ряда итальянских банков, агентство Moody's в свою очередь снизило рейтинги трех крупнейших банков США (Bank of America, Wells Fargo и Citigroup). Кроме того, МВФ понизил оценки роста мировой экономики на текущий и следующий годы до 4% (еще в июне фонд прогнозировал подъем мирового ВВП на 4,3% в 2011 году и на 4,5% в 2012 году), а также оценки роста экономики США до 1,5% (с 2,5%) в 2011 году и до 1,8% (с 2,7%) в 2012 году.

Позитивный отскок рынков

Пик второй волны падения отечественного рынка акций пришелся на начало октября, когда основные фондовые индексы обновили годовые минимумы (индекс РТС проваливался до уровней начала октября 2009 года) из-за опасений ослабления мировой экономики, а также неопределенности в отношении дальнейшей судьбы Греции. Негативом для рынка, в частности, были данные о менее значительном, чем ожидалось, увеличении промпроизводства в Японии и Южной Корее, а также о продолжившемся третий месяц подряд снижении производственной активности в КНР. Активность в производственном секторе 17 государств еврозоны в сентябре упала второй месяц подряд, что стало очередным подтверждением того, что европейская экономика стоит на грани новой рецессии.

В свою очередь министры финансов Европы вновь попытались оценить угрозу наступления дефолта Греции и обсудили возможность увеличения Европейского фонда финансовой стабильности (EFSF), а также способы защиты банков от долгового кризиса в регионе. Поводом для беспокойства стало сообщение правительства Греции, что в этом году дефицит бюджета страны составит 8,5% ВВП вместо намечавшихся ранее 7,6%. Кроме того, кабинет министров Греции на экстренном заседании утвердил проект бюджета на 2012 год, предусматривающий дефицит на уровне

6,8% ВВП, что выше ранее обещанных кредиторам 6,5%.

Фактически на этом влияние внешнего негатива на отечественный рынок акций закончилось, после чего он постепенно начал восстанавливать позиции, хотя не обходилось и без локальных откатов. Общемировой оптимизм вызвали решения стран Евросоюза по преодолению долгового кризиса в еврозоне. На саммите 26 октября европейские лидеры смогли выработать единые принципы преодоления долгового кризиса в регионе. Саммит пришел к соглашению с частными кредиторами о «добровольном» списании 50% долга Греции (примерно 100 млрд евро), что должно снизить финансовые обязательства страны до устойчивого уровня. Кроме того, было принято решение увеличить потенциал EFSF за счет расширения его возможностей по предоставлению гарантий (фонд EFSF будет увеличен с 440 млрд до 1 трлн евро).

Вдобавок ко всему в ходе телефонной беседы президента Франции Николя Саркози с председателем КНР Ху Цзиньтао последний пообещал оказать поддержку усилиям стран Европы по увеличению объема и усилению влияния фонда EFSF. Кроме того, программу увеличения фонда EFSF планирует поддержать также Япония.

На последних осенних торгах российский рынок акций продемонстрировал рекордный за последние полтора года взлет индекса РТС (+5,1%) на новостях из Китая и США. В частности, Народный банк Китая впервые с 2008 года объявил о понижении с 5 декабря нормы обязательных банковских резервов на 50 базисных пунктов (до этого норма резервирования для крупнейших банков составляла рекордные 21,5%). Но наиболее сильное движение рынка вверх вызвало сообщение о том, что Федеральная резервная система, Европейский центральный банк, а также ЦБ

Рисунок 1. **Динамика котировок нефти Urals c.i.f. Средиземноморье**

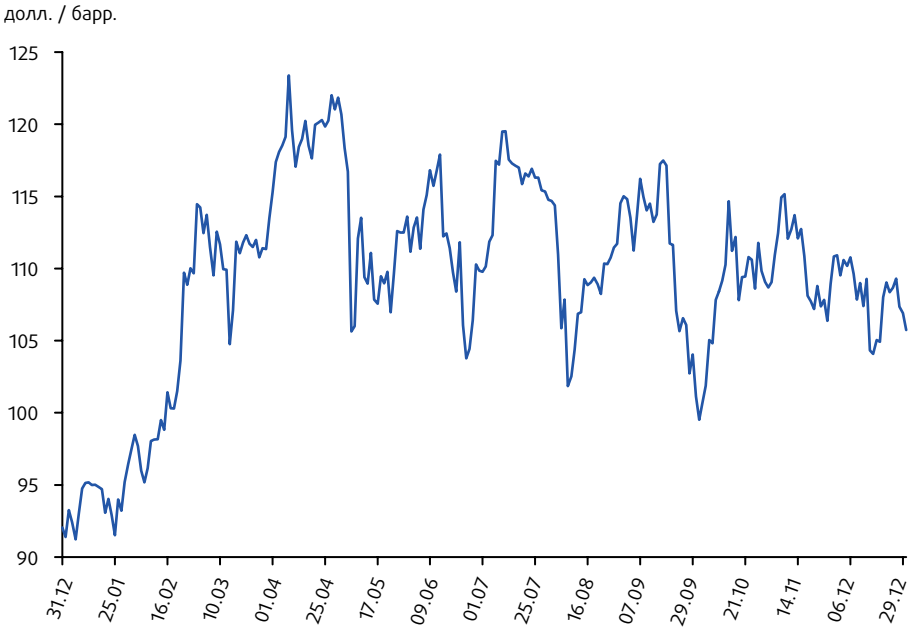
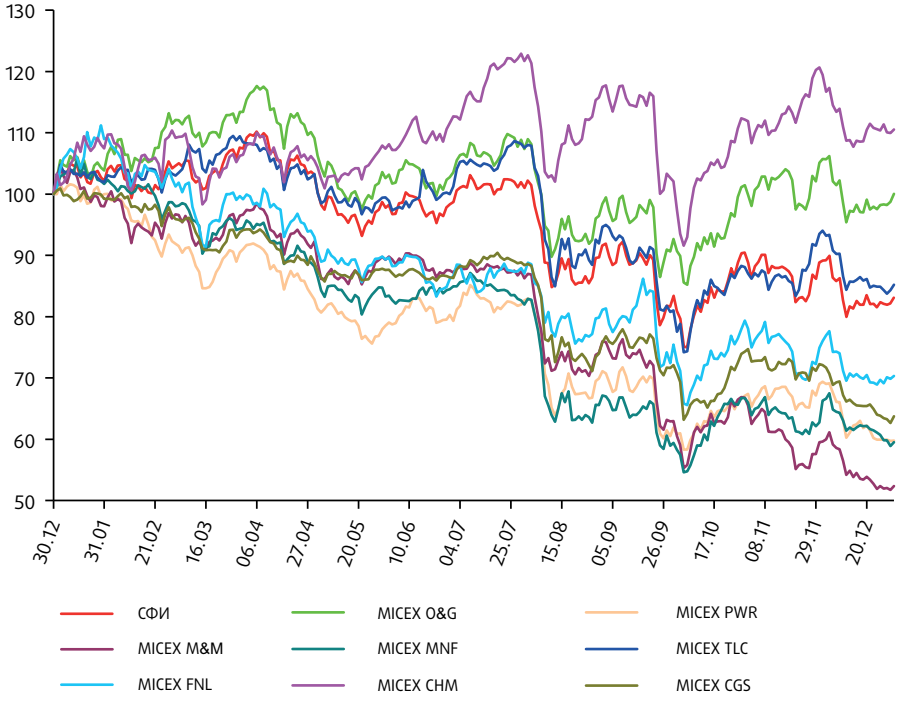


Рисунок 2. **Динамика сводного и отраслевых фондовых индексов ММВБ**



Источник: ММВБ.

Канады, Великобритании, Японии и Швейцарии договорились о снижении процентных ставок по долларовым свопам на 50 базисных пунктов и о продлении действия соглашений о свопах до 1 февраля 2013 года.

В отличие от 2010 года, когда акции нефтегазовых компаний сдерживали рост российского фондового рынка, в 2011 году данный сектор, наоборот, чувствовал себя намного лучше рынка, и отраслевой нефтегазовый индекс ММВБ смог даже продемонстрировать небольшой рост (+0,05%), а индекс компаний химической и нефтехимической отрасли показал рост на 10,5%. В значительной степени этому способствовали высокие мировые цены на нефть, которые, несмотря на нестабильность мировой конъюнктуры, оставались выше 100 долларов за баррель для сорта Brent.

Среди ценных бумаг, прошедших листинг на бирже ММВБ-РТС, заметный рост продемонстрировали привилегированные акции «Транснефти», выросшие за год более чем на 30%, и «Нижнекамскнефтехима» (+20%), обыкновенные бумаги «Новатэка» (+17,8%) и «Татнефти» (+9%), а также «префы» «Сургутнефтегаза» (+5,2%) и «Татнефти» (+4,6%).

Потери рынка

Последний месяц года выдался для российского рынка акций не совсем удачным — помимо сохранившейся нестабильности конъюнктуры мировых рынков, сильный негатив пришел и изнутри. В течение последних нескольких лет российский рынок акций практически не получал «сюрпризов» от внутриполитической ситуации в стране, которая была относительно стабильной, и не оказывала какого-либо значимого влияния на рынок. Однако состоявшиеся в декабре парламентские выборы получили неоднозначную оценку как со стороны внешнеполитических ведомств крупнейших

мировых держав, так и отечественной оппозиции, которая организовала массовые митинги несогласных с итогами выборов. В связи с этим в столице были повышены меры безопасности. В некоторых западных СМИ видеосюжеты про ситуацию в Москве были проиллюстрированы кадрами с беспорядками в Греции, что напугало западных инвесторов.

В результате рынок акций РФ в последний месяц года оказался под давлением продавцов, прежде всего нерезидентов, которые поспешили избавиться от российских активов, чтобы не брать на себя возросшие политические риски. Причем падение российских бумаг происходило на фоне в целом позитивной динамики мировых рынков, что было довольно редким событием для последних лет (как правило, отечественный рынок акций повторяет динамику мировых рынков). И несмотря на то, что к середине месяца активные продажи прекратились, тем не менее, рынок до конца года так и не смог оправиться от политического фактора.

Рынок акций РФ во второй половине декабря сократил темпы отката благодаря снижению политической напряженности после прошедшей «прямой линии» премьер-министра Владимира Путина с россиянами. В ее рамках В. Путин заявил, что результаты выборов, безусловно, отражают расклад сил в стране, в том числе результат «Единой России», а митинги, на которых люди высказывают свою точку зрения, будут и дальше происходить в рамках закона. Также В. Путин заявил, что уйдет из руководства страны, как только почувствует, что лишается народной поддержки. Но утрату поддержки он признает только по результатам голосования, а не на сайтах или в уличных выступлениях.

По мнению аналитиков, в целом потери российского рынка акций от роста внутриполитических рисков в декабре оцениваются не менее чем в 15% как в виде непосредственного снижения индексов, так и в результате снижения активности инвесторов, которые были вынуждены приостановить покупки до прояснения всех нюансов новой политической реальности. ◻

Новые акционеры ММВБ-РТС

Европейский банк реконструкции и развития (ЕБРР) и Российский фонд прямых инвестиций (РФПИ) приобрели по пакету акций объединенной российской биржи ММВБ-РТС. ЕБРР приобрел 6,29% акций, РФПИ — 1,25%.

Первый вице-президент ЕБРР Варел Фриман прокомментировал сделку как «дополнительное стимулирование развития новой биржи». Приобретенная ЕБРР доля дает ему право выдвигать своего кандидата в совет директоров биржи.

Следует заметить, что в 2010 году Европейский банк реконструкции и развития уже предпринимал попытку стать акционером РТС, предложив компании «КИТ финанс» 2,143 млрд рублей за 10% акций. Тогда руководитель Федеральной службы по финансовым рынкам Владимир Миловидов и глава Федеральной службы безопасности Александр Бортников помешали сделке, написав премьер-министру страны Владимиру Путину, что увеличение доли нерезидентов в капитале РТС помешает ее объединению с ММВБ, и как результат — созданию в России международного финансового центра.

Что касается РФПИ, то для него приобретение доли в объединенной бирже — это первая сделка. Инвестиционный фонд был создан полгода назад правительством РФ, его уставной капитал — 10 млрд долларов. По уставу, он может инвестировать деньги как за рубежом, так и внутри страны и призван способствовать привлечению иностранных инвестиций в Россию.

Генеральный директор РФПИ Кирилл Дмитриев заявил, что возглавляемая им структура стремится «помочь ММВБ-РТС привлечь дополнительные инвестиции еще до первичного размещения и тем самым сделать IPO компании еще более перспективным».

Уставный капитал НКЦ увеличен

Путем дополнительного выпуска акций уставный капитал ЗАО «Национальный клиринговый центр» увеличен и теперь составляет 6 млрд 170 млн рублей. Событие однозначно повышает надежность самого НКЦ, а вместе с тем и инфраструктуры российского фондового рынка в целом.

Полина Смородская

Уступка за уступкой

Принят закон «О центральном депозитарии». В этом году ЦД заработает, затем будут отменены ограничения на обращение акций российских компаний за рубежом

Необходимость создания ЦД обсуждалась больше десяти лет, но последствия принятого закона трудно оценить. Он может стать как толчком к созданию в стране реального финансового центра, так и привести к очередному оттоку ликвидности из России. Сейчас можно сказать только, что нормы, прописанные в законе, приведут к существенному изменению структуры фондового рынка.

Центральный депозитарий

Будучи в принципе технической единицей в инфраструктуре рынка, центральный депозитарий (ЦД) может дать финансовому рынку России дополнительный шанс на ускоренное развитие. Но как всегда, когда дело касается денег и контроля, вокруг новой структуры разгорелась многолетняя борьба, которая завершилась после прямого вмешательства правительства. Возможно, если бы ЦД появился лет на пять раньше, расклад сил на рынке был бы сейчас совершенно другой, да и сам закон о ЦД больше соответствовал реальным потребностям рынка и не представлял бы собой компромисс между интересами иностранных кастодианов и российского правительства.

Для того чтобы понять, зачем все-таки в России нужен ЦД, почему эта структура вызывает столько эмоций и вопросов у финансового сообщества, а также кто боролся за контроль и кто же стал победителем, стоит посмотреть в прошлое лет на пятнадцать назад.

Создать рынок за 200 млн долларов

Пока простые граждане крутили в руках странные бумажки с английским названием voucher, а некоторые даже обклеивали ими стены в отсутствие в продаже обоев, в России зарождались первые брокерские компании. Тогда же в Москве появились четыре команды людей, нанятых за американские доллары для «создания фондового рынка». Россия обладала (и пока еще обладает) значительными активами, в участии в которых заинтересованы иностранные инвесторы. Представителем одной из этих команд был Игорь Моряков (сейчас генеральный директор компании «Московские партнеры»), в дальнейшем возглавивший «Депозитарно-клиринговую компанию» (ДКК).

Группа консультантов, финансировавшаяся U.S. Agency for International Development (USAID), занималась созданием ДКК, Профессиональной ассоциации участников фондового рынка (ПАУФОР), на базе которой в дальнейшем появились Российская торговая система (РТС) и Национальная ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР), а также Профессиональная ассоциация регистраторов, трансфер-агентов и депозитариев (ПАРТАД). Всего агентство спонсировало работу консультантов четырех компаний — PriceWaterhouseCoopers, Arthur Andersen, Deloitte & Touche и KPMG.

«Можно сказать, что впервые на российском рынке тема ЦД появилась в 1994 году, когда завершался обмен ваучеров на акции приватизируемых компаний», — вспоминает И. Моряков. При Российской товарно-сырьевой бирже, которая находилась в здании центрального почтамта в Москве, работал центр приватизации «Кассовый союз», который вел учет всех ваучеров, принимавших участие в аукционах по приватизации.

«Торговля шла чемоданами, все четко знали, что в один большой чемодан вмещается 100 тысяч ваучеров». В 1993 году на базе «Кассового союза» была создана ДКК.

По словам И. Морякова, несмотря на то, что по замыслу регулятора ДКК должна была стать ЦД (о чем в свое время даже заявлял тогдашний председатель Комиссии по ценным бумагам Анатолий Чубайс), вплоть до 1996 года сделать это было невозможно. Тогда был принят закон «О рынке ценных бумаг», который ввел понятие номинального держателя акций. До этого единственным подтверждением права собственности на акции могла быть только выписка из реестра.

Первый центродеп

Как только появились возможность подтверждать право собственности не только выпиской из реестра, но и выпиской из депозитария, вопрос о ЦД стал приобретать плоть. Стоит отметить, что в одно время не менее активно обсуждался также вопрос о создании единого регистратора, но в отличие от предыдущей, эта идея не дошла до реализации.

В конце 90-х уже существовала РТС и Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ). Первая представляла интересы брокерских компаний, вторая — банков. На стороне брокеров выступала Федеральная комиссия по ценным бумагам (ФКЦБ), на стороне банков — Центральный банк РФ.

Тогда был совершен первый маневр в борьбе за центральный депозитарий. В 1997 году были приняты два указа президента Бориса Ельцина «О мерах по формированию общероссийской телекоммуникационной системы и обеспечению прав собственников при хранении ценных бумаг и расчетах на фондовом рынке РФ» и «Об обеспечении прав инвесторов и акционеров на ценные бумаги в РФ». Для реализации этих указов в 1998 году было принято постановление правительства за подписью Сергея Кириенко «О мерах по созданию национальной депозитарной системы». Главной и единственной мерой в документе было учреждение федерального государственного унитарного предприятия (ГУП) «Центральный депозитарий — Центральный фонд хранения и обработки информации фондового рынка».

«Первый раз идея возникла в 1997 году, началось все с указа президента РФ Б. Ельцина. Наверное, по праву можно записать в идейные вдохновители конца 90-х тогдашнего руководителя ФКЦБ г-на Васильева», — вспоминает генеральный директор ОАО «Регистратор Р.О.С.Т.» Олег Жизненко. По его словам, в версии указа от 1997 года ЦД должен был выполнять также функции центрального фонда хранения информации,

то есть хранить данные обо всех сделках и даже копии реестров акционеров. «Так что вопрос о том, какие цели преследует принятие закона о ЦД, подразумевающее наделение его рядом исключительных полномочий, отнюдь не праздный и имеет исторические корни», — считает О. Жизненко.

Постановление правительства о создании ЦД вышло за месяц до кризиса 1998 года. По словам И. Морякова, последовавший кризис сделал эту инициативу неосуществимой, о ГУПе все забыли. «На мой взгляд, эта организация не имела никакой поддержки со стороны рынка, поэтому заранее была обречена на провал», — говорит он. По мнению главы «Национального расчетного депозитария» (НРД) Эдди Астанина, «административный путь (появление ГУП) не привел к нужному результату». НРД стал преемником «Национального депозитарного центра» (НДЦ) — расчетного депозитария ММВБ.

Между тем ГУП был создан. Эта структура до сих пор существует, решения о ликвидации принято не было. Место нахождения ГУП — Ленинский проспект, дом 9. Этот адрес известен всем профессиональным участникам рынка ценных бумаг — там находится Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР), которая была создана на базе ФКЦБ. Кстати, предыдущий глава ФСФР Владимир Миловидов использовал факт существования этого ГУПа в переговорах по примирению расчетных депозитариев крупнейших бирж.

По словам экс-главы ФКЦБ Игоря Костикова, ГУП никогда не функционировал. «Идея, которую продвигала ФКЦБ, — реорганизация ГУПа в информационный банк данных по фондовому рынку. Предполагалось хранить в нем актуальные дубликаты реестров всех открытых акционерных обществ, в том числе с целью противодействия использованию реестров в рейдерских захватах», — говорит он. По мнению И. Костикова, принятие закона о ЦД несло в себе серьезные риски ухода российского фондового рынка за рубеж. «Задача, которую ставила ФКЦБ в тот период — создание регулятивных и организационных основ для развития торговли ценными бумагами в Российской Федерации», — отметил он.

Противостояние депозитариев

Но вернемся к ДКК и НДЦ. Ведь именно выбор между ними на роль ЦД стал многолетним камнем преткновения в вопросе взаимоотношений между брокерским сообществом и Банком России.

Несмотря на то что ДКК была создана как депозитарий, до принятия закона «О рынке ценных бумаг», она выполняла практически курьерскую функцию. «ДКК облегчала жизнь многим брокерам, действуя от их имени агентом при перерегистрации прав собственности на акции в реестрах», — говорит И. Моряков. Сначала торги проходили на базе системы для торгов ценными бумагами, на первом этапе созданной в 1995 году в ПАУФОР, а затем технически выделенной из ассоциации как РТС. На тот момент в ДКК работали порядка ста курьеров, которые разъезжали по всей России, перерегистрируя права на акции в нескольких сотнях регистраторов. Несколько сотрудников ДКК в свое время были признаны самыми часто летающими пассажирами «Трансаэро».

При ММВБ был создан НДЦ, однако обслуживал он только сделки по государственным облигациям — ГКО и ОФЗ. Главой депозитария стала Галина Стародубцева (также из консультантов KPMG, до этого работавшая на проекте по созданию ПАРТАД). Первое время ДКК и НДЦ не конкурировали друг с другом. По словам И. Морякова, в 1997–98 годы два депозитария даже работали в одном здании на улице Старая Басманная, при этом НДЦ пользовался услугами ДКК по перерегистрации прав собственности в реестрах.

Кризис оказался благодатным временем для пополнения активов и борьбы с конкурентами. Слабостью ЗАО «ДКК» стало наличие большого количества акционеров (около 40), у каждого был небольшой пакет акций. Этим воспользовался «Онэксимбанк» (впоследствии «Росбанк»), скупив 28% акций ДКК, которые затем были перепроданы НДЦ.

Эволюционный вариант

В 2004 году главой ФСФР был назначен Олег Вьюгин. Несмотря на то что предыдущим местом его работы был Банк России, О. Вьюгин считался компромиссным руководителем. Спустя месяц после его назначения заместителем главы ФСФР стал Владислав Стрельцов (был президентом РТС), а еще через пару месяцев заместителем был назначен Владимир Гусаков (заместитель генерального директора ММВБ). Одним из приоритетных направлений работы нового руководителя была попытка создать ЦД и примирить биржевые структуры.

«Наличие ЦД является одним из требований для работы иностранных инвесторов на организованных рынках. Многим глобальным иностранным инвесторам напрямую запрещено торговать в странах, где нет ЦД. Понимая необходимость создания такой структуры, О. Вьюгин видел реальную возможность сделать это на базе двух крупнейших депозитариев — НДЦ и ДКК, тем более, что в тот момент у ДКК было взаимное владение групп ММВБ и РТС», — рассказывает В. Стрельцов.

Говорить о создании централизованной системы хранения ценных бумаг позволяли два фактора — существование междепозитарного моста, а также участие Банка России в капитале НРД, а через него и в капитале ДКК.

«Участие Центробанка в капитале ЦД благоприятно воспринимается

иностранными инвесторами и инфраструктурными организациями. Банк России выступает гарантом стабильности, прозрачности и управляемости процесса. Это хорошая поддержка и хороший ресурс для развития депозитария», — говорит Э. Астанин. По результатам проверки генпрокуратурой деятельности Банка России он вышел из капитала НДЦ.

При О. Вьюгине был разработан закон «О центральном депозитарии», который прошел первое чтение в 2007 году. Как отметил А. Тимофеев, законопроект о ЦД, прошедший первое чтение, предусматривал его единственность, требуя широкого представительства рынка в его капитале и ограничивая или исключая участие в его капитале государства. Также законопроект предусматривал достаточно длительный срок определения того, кто именно из реальных претендентов — ДКК и НДЦ — станет ЦД. Одновременно законопроект ограничивал общее количество уровней номинальных держателей двумя и запрещал депозитариям открывать счета номинального держателя у регистраторов, то есть делал ЦД для депозитариев обязательным. «Это положение стало предметом ожесточенной дискуссии с индустрией регистраторов», — рассказывает А. Тимофеев.

Кроме того, в законопроекте было требование к собственному капиталу депозитария в 1 млрд рублей. На тот момент только у НДЦ был такой капитал. Имея блокирующий пакет акций, НДЦ блокировал увеличение капитала своего конкурента. Непримиримость позиций между биржевыми группами, между депозитариями и регистраторами привела к приостановке прохождения законопроекта о ЦД через Госдуму.

Как сообщил О. Вьюгин, законопроект, принятый в первом чтении в 2007 году, и окончательный закон концептуально совпадают. «Но тогда он не был поддержан ни Минфином, ни Министерством экономического развития. Было понятно, что ко второму чтению мы не согласуем с ними позицию. Они вообще мало в чем поддерживали тогда инициативы ФСФР», — вспоминает он.

По словам В. Стрельцова, принятие закона о ЦД обостряло конкуренцию бирж за право владения этой важной структурой финансового рынка. Также, говорит он, усиление за счет ЦД конкурентных возможностей бирж перед иностранными площадками обострило бы проблемы компаний, ведущих активный арбитраж между российскими и иностранными площадками, в первую очередь, это касается кастодиальных банков. «Учитывая конкуренцию между биржами, когда их интеграция уже была намечена, можно было решить вопрос создания ЦД путем их объединения и дальнейшего объединения их инфраструктуры. Регулятор посчитал возможным повременить с законом до полного объединения бирж», — рассказал В. Стрельцов.

Через центродеп к объединению бирж

Хотя интеграция бирж была намечена уже в то время, когда главой ФСФР был О. Вьюгин активно эта тема стала обсуждаться при новом главе службы В. Миловидове.

По словам Э. Астанина, ФСФР согласилась поддержать НДЦ в качестве кандидата на позицию ЦД в 2009 году в обмен на то, что Банк России выйдет из капитала, и пользователи получат больший вес в принятии ключевых решений плюс будет завершен корпоративный конфликт с ДКК. Поэтому в 2009 году НДЦ продал РТС акции ДКК по балансовой стоимости, в 2010 году была проведена реформа состава акционеров НДЦ и в 2011 году подписано акционерное соглашение, по которому ММВБ делегировала часть прав мажоритарного акционера миноритарным акционерам (сейчас их 31).

При ФСФР была организована рабочая группа по доработке ко второму чтению законопроекта о ЦД. Как сообщил И. Моряков, уже тогда в законопроекте планировалось четко прописать единственность ЦД, а также его исключительное право открывать счета номинального держателя в реестрах по торгуемым на организованных рынках бумагам.

Но и при В. Миловидове законопроект так и не увидел второго чтения, хотя необходимость принятия этого закона признавал и президент Дмитрий Медведев.

«Я действительно как мог держал этот закон, потому что до окончательного согласия ММВБ и РТС объединиться по закону отсутствовали какие-либо единые точки зрения. Кстати, именно НАУФОР вел себя, мягко говоря, непоследовательно. То они за депозитарий, то против из-за несогласия со слиянием РТС и ММВБ. Теперь они опять за. Беда в том, что все разговоры вокруг ЦД были сплошными интригами по поводу своих интересов. Вот так его на волне интриг и приняли. Я этого избегал и пытался понять суть: зачем?» — говорит В. Миловидов.

По словам главы НАУФОР Алексея Тимофеева, ключевым в решении вопроса о том, является ли депозитарий центральным или нет, всегда являлось правило 17f-7. Это правило американской комиссии по рынку ценных бумаг, регулирующее хранение иностранных активов для взаимных фондов. Оно является одним из основных ограничений для работы в России крупнейших долгосрочных инвесторов, причем не только американских. Суть правила в том, что активы взаимных американских фондов могут храниться за рубежом только в депозитарии, который является центральным или является частью централизованной системы хранения ценных бумаг. «Такая формулировка одинаково допускает как единственность, так и множественность центральных депозитариев. Конечно, желательным является существование единственного ЦД в России, однако на тот момент вопрос о единственности центрального депозитария был вопросом конкуренции ведущих биржевых групп и для сохранения такой конкуренции целесообразным было бы создание централизованной системы хранения ценных бумаг из двух ЦД, — говорит А. Тимофеев. По его словам, НАУФОР полемизировала с Миловидовым, который предложил единственность ЦД, принадлежащего одной из бирж, что давало последней существенное преимущество перед другой. Понятно, что как только состоялось решение об объединении бирж, отпала и необходимость в нескольких ЦД. «С точки же зрения собственности на ЦД позиция НАУФОР была в том, что если ЦД будет единственным, то он должен принадлежать рынку, а если их будет несколько, то вопрос о собственности не существенен», — сказал он.

Доходное поражение

Кризис всегда плохо сказывался на деятельности группы РТС. Кризис 2008 года не стал исключением и предрешил поражение РТС группе ММВБ. В первую очередь речь идет об акционерах РТС — будучи брокерскими и инвестиционными компаниями, именно они наиболее пострадали в кризис. К тому же такая инфраструктура, как биржа, требует от акционеров инвестиций в технологии и людей, чего в последние годы не происходило. Не стоит забывать, что в составе акционеров РТС появились инвесторы, которым нужна отдача от вложений.

Осенью 2010 года основные акционеры РТС получили от ММВБ предложение продать свои акции, но их не устроила цена. Чтобы избежать недружественного поглощения, биржа начала активно готовиться к проведению IPO. Возможно, ММВБ и не удалось бы купить РТС, но после решения о продаже Сбербанку «Тройки Диалог», которая долгое время была главным идеологом развития биржи, судьба РТС была предрешена. Не добавила оптимизма РТС и позиция руководителя рабочей группы по созданию международного финансового центра (МФЦ) при президентском совете Александра Волошина (экс-глава администрации президента).

Стоить отметить, что акционеры РТС в накладе не остались. Сделка по продаже их пакетов пришлась для многих как нельзя кстати в финансовых отчетах по результатам деятельности.

Группа Волошина

Реализация президентской программы по созданию МФЦ, подписание соглашения между акционерами ММВБ и РТС дали толчок стремительной разработке законопроекта о ЦД, которым занималась рабочая группа А. Волошина. По словам Э. Астанина, консолидация расчетно-депозитарной инфраструктуры реально началась после достижения в феврале 2011 года соглашения акционеров биржевых холдингов об объединении. «Этому решению благоприятствовала атмосфера создания концепции МФЦ. Как следствие, на этом общем драйве, в декабре 2011 года был принят закон о ЦД», — говорит он. «Толчком стало то, что вопрос об инфраструктуре финансового рынка был поднят на уровень выше, чем министерства и ведомства», — считает О. Вьюгин.

Одним из главных достижений рабочей группы по созданию международного финансового центра (МФЦ) в части работы над ЦД стало внятное описание процесса финализации расчетов, соответствующего международным стандартам, которое к тому времени появилось в виде доклада IOSCO. «Прописанный механизм сверки записей между ЦД и регистраторами стал результатом активного сотрудничества между регистраторами и депозитариями, входившими в состав раз-

работчиков законопроекта, — считает А. Тимофеев. — Решение в конечном итоге удовлетворило всех, поскольку описанный в законопроекте механизм исключал возможность несоответствия записей на уровне регистратора и ЦД и таким образом решал одну из наиболее острых юридических проблем, связанных с существованием в России таких разных видов учетных институтов, как регистраторы и депозитарии».

Директор депозитария «Росбанка» Михаил Братанов, участвовавший в работе группы Волошина, рассказал, что спорные моменты были выделены в тексте, поскольку финального компромисса по ним не было достигнуто: «Не потому, что участвующие в обсуждении были не способны договориться, а прежде всего потому, что по некоторым вопросам необходимо политическое решение, в том числе на уровне правительства». В этой связи договорились помечать такие моменты и предоставить к ним комментарии по вариантам решений и возможным последствиям этих решений. «В целом обсуждение законопроекта проходило конструктивно. Были поставлены достаточно короткие сроки, группа собиралась часто и с явным желанием создать максимально эффективные документы. Многие компромиссы были достигнуты за счет вполне адекватных решений, которые устроили стороны, участвующие в обсуждении», — говорит М. Братанов.

Летом 2011 года текст документа был представлен Минфину. «Настоящий вариант законопроекта является результатом компромисса, достигнутого в результате обсуждения с участием профучастников фондового рынка, регулятора, и не предполагает разрушение сложившейся модели учетной системы на российском рынке ценных бумаг, а также максимально отражает имеющиеся в настоящее время точки зрения и интересы участников рынка», — было написано в письме А. Волошина на имя Алексея Кудрина, возглавлявшего Минфин. В документе было указано на два вопроса, «требующих решения». Обязан ли ЦД быть небанковской кредитной организацией, и тогда Банк России становится регулятором депозитария. А также должны ли быть требования об обязательном использовании ЦД для перевода и хранения ценных бумаг и о единственности счета номинального держателя ЦД в реестре. В документе отмечалось, что за обязательность использования ЦД высказалась Ассоциация глобальных кастодианов, которая в своем письме к А. Волошину и А. Кудрину обозначила это требование как необходимое для соблюдения правила 17f-7. «Законопроект не содержит названных выше требований, так как предложенный механизм сверки записей ЦД и регистратора представляется достаточным для обеспечения сохранности прав собственности», — говорилось в письме.

Как отметил О. Вьюгин, законопроект рабочей группы А. Волошина включал в себя те моменты, по которым была достигнута общая позиция; после публикации законопроектов обсуждение продолжилось, но уже в более широкой плоскости и с привлечением большего круга экспертов.

Через некоторое время на сайте Минфина появился законопроект о ЦД и его спутник. Оба документа вызвали бурное обсуждение на финансовом рынке. Ситуацию осложняло то, что даже у членов рабочей группы пару недель не было окончательной версии законопроекта, отправленного в Минфин. Таким образом, сравнить документы и выявить изменения оказалось невозможным. Законопроект Минфина, так же, как и законопроект рабочей группы, не предусматривал единственности ЦД, его исключительного права открывать счета номинального держания в реестре и, наконец, запрещал для ЦД осуществление клиринговой деятельности. Свои

письма с замечаниями А. Кудрину написали Банк России, ММВБ, НАУФОР и Национальная фондовая ассоциация (НФА). Предложенные редакции законопроектов в случае их принятия <…> ухудшат существующие конкурентные преимущества российского финансового рынка», — написал А. Кудрину первый заместитель председателя Банка России Алексей Улюкаев.

Общим для всех было замечание, обозначенное в законопроекте Волошина как нерешенный вопрос, — отсутствие положения об исключительном праве открывать счета номинального держания в реестре. В письме НАУФОР говорилось: «Централизация учета прав на ценные бумаги, на наш взгляд, должна обеспечивать учет ценных бумаг одного вида одного эмитента в одной организации. <…> Сохранение возможности открытия счетов номинального держателя в реестре иным депозитариям, кроме ЦД, в том числе расчетным депозитариям, такую централизацию исключает. Иными словами, констатировалось, что в законопроекте не решается проблема централизации хранения ценных бумаг в ЦД — основная задача закона о ЦД; и что организация, признанная как ЦД, не будет таковой в реальности.

«Спор отражает реалии нашего рынка, — говорит начальник подразделения ценных бумаг «Ситибанка» Алексей Федотов. — Рынок был создан отличным от многих других стран способом — массовой приватизации, в результате которой регистраторы в самом начале получили функцию расчетов и фактически стали ЦД в миниатюре по отдельным ценным бумагам. К сожалению, сегодня в России мы оказались в ситуации, при которой запрет всем депозитариям, кроме ЦД, открывать счета номинального держателя в реестре — это единственный способ осуществить гармонизацию рынка через централизацию расчетов и хранения всех ценных бумаг для всех участников».

Торги за доходы регистраторов

Достаточно долго Минфин, а точнее заместитель министра финансов Алексей Саватюгин, отстаивал первоначальный проект о ЦД. В конце августа была проведена встреча представителей Минфина, регистраторов и иностранных кастодианов, которая не дала желаемых результатов. Представители регистраторского сообщества пытались привлечь к обсуждению эмитентов, но, как говорил тогда представитель одного из регистраторов, «гиганты раскачиваются долго». Так, например, председатель правления «Газпрома» Алексей Миллер высказался против законопроекта уже после принятия его Госдумой. Как сообщил Э. Астанин, в ноябре были проведены встречи с крупными эмитентами, в том числе и с теми, кто критиковал законопроект. «Как нам показалось, мы нашли общий язык», — сказал он.

Участники финансового рынка с нетерпением ждали заседания совета при президенте по финансовым рынкам, который возглавлял А. Кудрин. Совет несколько раз откладывался. В середине октября 2011 года, уже после ухода А. Кудрина из министерства, совет состоялся, на нем было принято решение сделать законопроект более кардинальным: ЦД должен быть один, и только он может открывать счета номинального держания в реестре.

«После того как председатель совета по финансовым рынкам утратил свои основные политические регалии, чиновники, лоббирующие интересы ММВБ, добились своего на ключевом совещании», — так описал итоги заседания совета заместитель председателя совета директоров ПАРТАД Петр Лансков.

«Тот ЦД, который мы сейчас начали строить, российскому фондовому рынку, скорее, принесет больше вреда, чем пользы. ЦД, который внедряется в неестественную для него область отношений с эмитентами, нежизнеспособен», — считает О. Жизненко. По его мнению, безусловно нужен Центральный расчетный депозитарий, который будет обслуживать расчеты на бирже. «Создать понятные и однозначные правила расчетов на бирже, дать гарантии такому ЦД путем принятия закона — это благие задачи. Появление такой унифицированной единой расчетной структуры, несомненно, было бы в плюс нашему рынку», — говорит он.

Чтобы достичь компромисса с регистраторами, в законопроекте-спутнике было прописано, что держателем реестров всех открытых акционерных обществ может быть только регистратор. Ранее акционерное общество могло само вести свой реестр в том случае, если число его акционеров меньше 50. «Мы думали, что одновременное введение требований к ОАО вести свои реестры у регистраторов даст регистраторам дополнительный хлеб на прокорм», — заявлял тогда глава ФСФР Дмитрий Панкин. Однако ко второму чтению «дополнительный хлеб» несколько сократился. Согласно уже принятому закону-спутнику регистраторы будут вести реестры владельцев акций акционерных обществ, по которым зарегистрирован проспект ценных бумаг.

«Данным решением ущемляются интересы целой группы учетных институтов и эмитентов, чьего мнения никто не спрашивает. Отчаявшись победить конкурентов в честной борьбе, группа ММВБ сделала ставку на административный ресурс и, как она думает, не прогадала», — говорит П. Лансков.

По оценке О. Жизненко, в результате вступления в силу принятого закона регистраторы потеряют от 10–30% доходов в зависимости от количества обслуживаемых «голубых фишек» и диверсификации клиентской базы. Компенсировать это можно будет только повышением цен на услуги по ведению реестра и дополнительные услуги (проведение собраний, выплату дохода и прочее). «В России пока еще

много регистраторов. Около 40 штук. И каждый со своими правилами. Такое количество рынку не нужно, и ЦД мог бы помочь сократить их количество. По всей видимости, такая задача ставилась авторами при разработке закона», — говорит О. Жизненко. Для этого, по его словам, ЦД наделен следующими полномочиями:

- ЦД — центральный расчетный депозитарий.
- Только ЦД может обслуживать других номинальных держателей (теперь они лишены права выбирать, открыть ему счет в ЦД или в реестре). Кроме прочего, это означает еще и то, что ЦД будет решать, дать ли жизнь другим расчетным депозитариям и, следовательно, дать ли жизнь другим биржам.
- ЦД наделен полномочиями внедряться в сферу отношений с эмитентами: а) в некоторых случаях он влияет на составление списка акционеров, б) в ряде случаев без его участия нельзя выполнить некоторые глобальные корпоративные операции, например squizze-out. При этом ответственность ЦД прописана очень условно. По-прежнему за хищения акций, где бы они ни произошли, в силу закона об акционерных обществах будет отвечать эмитент.
- В силу таких больших возможностей ЦД просто обязан осуществлять еще одну функцию: надзор за эмитентами и инвесторами.

«Остается вопрос: сочтут ли инвесторы создающийся теперь еще и с помощью ЦД инвестклимат более благоприятным для инвестирования в Россию?» — резюмирует О. Жизненко.

По мнению П. Ланскова, группа ММВБ (теперь уже ММВБ-РТС) взваливает на себя под давлением главного акционера такой груз ответственности политических и экономических проблем, масштаб которых она до конца не представляет.

Кастодианы как главная сила

Повышенные тарифы иностранных депозитариев при отсутствии ЦД делали для иностранных инвесторов вход на российский рынок дорогим. «Запутанная система подтверждения прав на владение ценными бумагами также не способствовала привлечению иностранных инвесторов. При создании проектов закона привлекались иностранные депозитарии, в том числе кастодиальные банки, что обусловило некоторые компромиссы в тексте документа, например, учет только торгуемых бумаг», — рассказал В. Стрельцов. «Они являлись основными инициаторами принятия закона. Когда писали, работали в тесной связке с ними».

По словам И. Морякова, 2004 и 2005 годы он провел в объездах иностранных брокеров, кастодианов и их клиентов в Америке и Европе, продавая ДКК как место для расчетов по российским активам. «И должен сказать, что большинство из них имели совершенно искаженное понимание инфраструктуры фондового рынка России. У меня даже была презентация, где на первом слайде было написано «я знаю, что вы думаете о российском рынке следующее…», а на втором слайде написано «все это миф», — вспоминает И. Моряков. «Практически ключевые положения принятого закона "О центральном депозитарии" были направлены на то, чтобы не оставить кастодианам выбора по месту хранения ценных бумаг их клиентов», — заявил он.

НРД в сентябре 2011 года принял участие в ежегодном форуме SIBOS, организованном Сообществом всемирных межбанковских финансовых телекоммуникаций (SWIFT), где провел для инвесторов круглый стол на тему соответствия НРД правилу 17f-7. «Считаю, что мы совершили тогда прорыв», — говорит Э. Астанин. Он ожидает притока активов на хранение во втором полугодии 2012 года, после того как НРД получит аккредитацию

в качестве центрального депозитария. По его мнению, в депозитарий перейдут активы иностранных инвесторов, которые хранятся в реестрах, кроме того, крупные иностранные фонды увеличат лимиты инвестирования на Россию. НРД уже прорабатывает вопросы установления корреспондентских отношений с центральным депозитарием мирового класса, что ранее сделать было невозможно из-за отсутствия концепции иностранного номинального держания.

«Весь рынок должен выиграть от изменений, которые призваны сделать его конкурентоспособным в мировом масштабе. Однако в некоторых моментах нельзя увлекаться, и регуляторам, наверное, стоит действовать осторожно, помня об интересах локальных (своих, российских) институтов, которые надо защищать», — говорит М. Братанов. По его словам, рынок должен быть открыт и прост для входа, но сделано это должно быть таким образом, чтобы не было угрозы превратить его в «придаток» или убить ликвидность на локальной бирже.

По словам П. Ланскова, важнейшее для рынка решение было принято политическим путем, то есть в отсутствие расчетов, прогнозов будущих результатов, аналитических выкладок, назначения ответственных и форм контроля «за исполнением физически нереализуемых решений (или реализуемых плохо)». «За всем этим стоит «химия» необъяснимого доверия к конкретным людям, рассказывающим сказки про 17f-7 и приток иностранных инвестиций, на который якобы можно будет списать все издержки и риски системы корпоративных отношений внутри РФ», — говорит он.

По мнению И. Костикова, принятие нынешнего закона о ЦД несет риски ухода торговли ценными бумагами на зарубежные площадки. «Чтобы этого не произошло, законодатель и регулятор должны проработать дополнительные меры по стимулированию фондовых операций в России», — сообщил он, отметив, что такая программа сейчас разрабатывается в рамках группы по развитию МФЦ.

В. Стрельцов противоположного мнения: принятие закона никоим образом не способствует уходу ликвидности с российского рынка, а даже наоборот, усиливает его позиции. «Мне кажется, если мы хотим найти причины оттока ликвидности, то их надо искать в других решениях регулятора, а также в решениях, которые регулятор должен был принять, но не принял до сих пор», — указывает он.

Непрогнозируемые риски

Принятый закон о ЦД несет в себе много компромиссов, что является как минусом, так и плюсом для рынка в целом. С одной стороны, в стране наконец-то заработает такая структура, а с другой стороны, подправлять ее придется уже «в поле».

«После выхода из рабочей группы Волошина законопроекты, к сожалению, по пути к их утверждению в некоторых местах существенно поменялись, и, на мой взгляд, в финальных версиях есть некоторые аспекты, не совсем корректно или не до конца проработанные. Но с новыми законопроектами такое, к сожалению, случается нередко. Я надеюсь, что у регуляторов и профессионального сообщества хватит здравого смысла и решимости, чтобы вовремя исправить явные огрехи и не допустить "неправильных перегибов" на рынке», — надеется М. Братанов.

По мнению М. Братанова, одним из плюсов закона станет появление понятия «иностранный депозитарий», поскольку, претендуя на международное признание рынка, нельзя ставить русских и иностранных инвесторов в разные условия. «А у нас была ситуация, при которой если иностранный инвестор хотел инвестировать в Россию, то он должен был либо поменять своего кастодиана на российского, либо согласиться с тем, что его права будут де-юре зарегистрированы на его кастодиана в российской правовой системе», — говорит он.

Даже глава НРД Э. Астанин не берет на себя ответственности назвать закон «эффективным». «Практика — критерий истины. На наш взгляд он достаточно сбалансирован, и сейчас, как все получится, мы увидим в ближайшее время», — говорит он. НРД завершает разработку стратегии развития на ближайшие 3–5 лет, в которой будут прописаны требования по продуктовой линейке, технологическому развитию, риск-менеджменту, финансовой стабильности.

«Я считаю, что то, что сделано, было задумано несколько лет назад и является правильным», — сказал О. Вьюгин.

Хотя необходимость создания в России ЦД обсуждалась много лет, закон о нем стал и станет революцией, а не эволюцией на финансовом рынке. Как и всякая революция, будут пострадавшие, да и, скорее всего, не все последствия введения закона станут полезными для российского рынка. Возможно причиной именно такого развития ситуация стало отсутствие существенных подвижек в российской инфраструктуре за последние годы, в чем не последнюю роль сыграло противостояние двух крупнейших биржевых структур. Остается надеяться, что эта революция станет исключением из правила и не будет отвечать интересам небольшой группы лиц. ◻

Соразмерно нарушению

НАУФОР направила в ФСФР предложения относительно дифференциации мер административного взыскания

Понимание того, что наказание должно соотноситься с размером проступка, является, пожалуй, краеугольным камнем любой системы права. Но жизнь, как хорошо известно юристам (и не только им), меняется быстрее правовых конструкций. И это вызывает необходимость в изменениях.

О содержании изменений

Кирилл Зверев, заместитель начальника Правового управления НАУФОР

В настоящий момент Национальная ассоциация участников фондового рынка направила в ФСФР предложения относительно дифференциации мер административного взыскания за правонарушения на финансовых рынках.

До 2009 года административная ответственность за такие правонарушения была крайне незначительной. Например, на должностных лиц налагался штраф в размере от двух тысяч до трех тысяч рублей; на юридических лиц — от 20 до 30 тысяч рублей.

Эти достаточно скромные суммы далеко не во всех случаях могли выполнять функцию наказания за проступок, имманентно присущую самой идее взыскания. Поэтому 9 февраля 2009 года были приняты изменения в КоАП, значительно ужесточающие ответственность за данные нарушения.

Однако практика применения новых размеров взысканий тоже показала их неэффективность. Только ситуация теперь стала обратной. Даже за незначительные правонарушения на финансовом рынке, не повлекшие за собой какого-либо вреда или ущерба, ФСФР России в условиях нового законодательства вынуждена налагать на профессиональных участников рынка ценных бумаг довольно значительные взыскания (от 500 тыс. рублей).

В связи с этим НАУФОР предлагает дифференцировать санкции соразмерно серьезности нарушения.

Суть дифференциации состоит в том, что старые размеры штрафов (500–700 тыс. и 700 тыс. — 1 млн рублей) предложено применять только за неодно-

кратные нарушения. Для однократных нарушений предусмотрен достаточно широкий спектр санкций: во-первых, предупреждение (раньше такой меры не было); во-вторых, штрафы (на граждан — от 500 до 1000 рублей; на должностных лиц — в размере от 5 до 10 тыс. рублей; на юридических лиц — от 50 до 100 тыс. рублей).

Изменения направлены на то, чтобы в распоряжении регулятора имелись инструменты разной степени интенсивности, в том числе — сравнительно гуманные меры для незначительных проступков, которые подчас даже сложно назвать нарушениями.

Но в некоторые статьи Административного кодекса вносить изменения не следует, поскольку, во-первых, предусмотренные ими нарушения являются тяжкими, могут быть совершены только осознанно и носят явно злоумышленный характер (например, статья 15.24.1. «Незаконные выдача либо обращение документов, удостоверяющих денежные и иные обязательства»); а во-вторых, предусмотренные этими статьями штрафы вполне соответствуют степени тяжести нарушения (например, статья 14.24. «Нарушение законодательства о товарных биржах и биржевой торговле»).

Дифференциация размеров административных штрафов и введение возможности наложения административного наказания в виде предупреждения придаст больше гибкости правоприменительной практике регулирующего органа. Снижение нижнего порога для налагаемых административных штрафов даст возможность при наложении административного наказания учитывать различные факторы, имеющие непосредственное отношение к совершенным правонарушениям.

Целесообразность внесения изменений в Кодекс Российской Федерации об административных правонарушениях обусловлена необходимостью установления административной ответственности, соразмерной общественной опасности правонарушений на финансовом рынке и размеру ущерба, причиняемого совершением таких правонарушений.

От суровости к действенности

Тимур Ниазбаев, руководитель службы правового контроля «Ренессанс Капитал»

Полностью поддерживаем инициативу НАУФОР о необходимости внести в Кодекс об административных нарушениях четкое разделение наказания за различные правонарушения в зависимости от их общественной опасности, длительности нарушения и повторности нарушения, так как, к сожалению, принцип соразмерности наказания нарушению (пока) работает не в полной мере. Тем более, очень редко применяются смягчающие обстоятельства.

Действительно, в настоящее время в административных правоотношениях, то есть в отношении между государственными органами и бизнесом, стало «не модно» учитывать смягчающие обстоятельства при определении наказания за нарушения. Может быть, это опасения перед борьбой с «коррупционным фактором» или действительно убеждение, что серьезное наказание — гарантия четкого исполнения регуляторных требований в будущем.

Однако история юриспруденции показывает, что даже самое суровое наказание не может исключить нарушения.

Конечно, речь не идет о серьезных правонарушениях, граничащих с преступлением, — такие факты должны быть выявлены, пресечены и сурово наказаны. Речь идет о формальных нарушениях со стороны лицензированных компаний в своей обычной деятельности, таких, например, как минимальное нарушение сроков отчетности, или недочеты во внутреннем учете, которые не привели к убыткам клиентов.

Статья 15.29. КоАП, определяющая наказания за нарушения профессиональным участником требований законодательства в процессе осуществления своей деятельности, сейчас выглядит угрожающе карательной. Минимальное наказание для юридического лица — это 300 тыс. рублей. Причем это наказание за «Иное нарушение требований законодательства, установленное для профессиональных участников, если за данное нарушение не установлено более высокого штрафа».

Например, за нарушение правил учета и составление отчетности придется заплатить от 500 до 700 тыс. рублей. За нарушение требований к совершению маржинальных сделок — также от 500 до 700 тысяч. Неисполнение или ненадлежащее исполнение предписаний ФСФР

обойдутся в сумму от 700 тыс. до 1 млн рублей.

Предписание ФСФР — это, в том числе, и запрос о представлении документов по конкретному клиенту или операции, причем может быть и за неопределенный срок с момента начала взаимоотношений с клиентом, то есть теоретически и с 1992 года — с момента образования российского фондового рынка. При этом на обработку такого запроса — поиск документов в архивах, сбор информации и описание ситуации — дается десять рабочих дней. Следовательно, отправив ответ на одиннадцатый рабочий день, вы имеете потенциальную возможность получить штраф в миллион рублей.

При этом понятно, что не ошибается только тот, кто ничего не делает. И в любом случае такие серьезные, высокотехнологичные бизнесы, как депозитарный, брокерский и доверительное управление, не говоря уж о бизнесах, в которых связаны сразу несколько компаний (фонд – управляющая компания), периодически могут давать какой-то сбой. И штраф в 500 или даже в 300 тысяч рублей — это очень много.

Считаем, что во всех частях статьи 15.29 КоАП санкции необходимо дифференцировать по следующим критериям:

- неоднократность нарушения, то есть нарушение два и более раза;
- нарушение, повлекшее убытки для клиента, и не возмещенное в добровольном порядке;
- существенное нарушение сроков, например, на пять рабочих дней и более;
- длящееся правонарушение, т.е. нарушение законодательства на протяжении длительного срока, например, более года.
- нарушения, вызванные форс-мажорными обстоятельствами и т.д.

На мой взгляд, в отношении данных проступков более эффективен воспитательный, чем карательный подход.

В этой связи интересен опыт наших иностранных коллег, когда уведомление надзорного органа о самостоятельно выявленном нарушении во внутреннем учете является обстоятельством, исключающим ответственность. Самостоятельно выявив какое-либо нарушение, лицензированная компания направляет в надзорный орган уведомление, в котором подробно описано нарушение, а главное — то, какие меры компания предприняла (или предпримет) для предотвращения подобных фактов в будущем. Подобная практика помогает компании самосовершенствоваться, а регулятор получает не только реальную статистику ошибок, но и описания опыта различных компаний по борьбе с ошибками. Естественно, в будущем регулятор может запросить, и даже обязан проверить эффективность принятых мер, но за самостоятельно обнаруженное правонарушение наказание либо сильно смягчается, либо исключается.

К сожалению, в нашей стране, пока мало кто рискнет направить подобное уведомление в надзорный орган в надежде на применение смягчающих обстоятельств.

Больше гибкости

Сергей Володькин, отдел сопровождения деятельности профучастников рынка ценных бумаг ЗАО «Финам»

В настоящее время за административные нарушения в области рынка ценных бумаг действительно установлены значительные штрафы. Санкции нескольких статей предусматривают размер штрафа от 300 до 500 тысяч рублей (ст. 15.18. «Незаконные операции с эмиссионными ценными бумагами») или от 100 до 300 тысяч рублей (ч. 3 ст. 15.22 «Нарушение правил ведения реестра владельцев ценных бумаг).

Но большинство статей предусматривают в качестве санкции для юридических лиц еще более серьезные меры — штраф от 500 до 700 тыс. рублей или соответственно от 700 тыс. до 1 млн рублей.

Юристы «Финама» согласны с тем, что за определенные нарушения наказание может быть оставлено столь же суровым, как и в настоящее время. Например, за недобросовестную эмиссию ценных бумаг (ст. 15.17 КоАП), а также по названным Кириллом Зверевым статьям 15.24.1. «Незаконные выдача либо обращение документов, удостоверяющих денежные и иные обязательства», 14.24. «Нарушение законодательства о товарных биржах и биржевой торговле» и за некоторые другие нарушения.

Но по остальным составам правонарушений надо дать возможность контролирующему органу не стоять перед выбором — освободить ли нарушителя от административной ответственности ввиду малозначительности нарушения (ст. 2.9 КоАП), ограничившись устным замечанием, или наложить значительный штраф. Выбор в пользу первой меры (освобождение) ФСФР России делает неохотно, и представителей агентства можно понять. Постоянные освобождения (пусть и за незначительные правонарушения) не позволили бы регулятору реализовать его базовую функцию — контроль и привлечение нарушителей к ответственности, адекватной правонарушению, но неотвратимой. Однако вторая имеющаяся в распоряжении ФСФР мера — крупный штраф — часто неадекватна нарушению и разорительна для привлекаемых к ответственности лиц.

Действительно, регулятору надо дать возможность, как и предлагает НАУФОР, варьировать размеры штрафа.

В качестве примеров несколько случаев из практики:

Пример 1.
Статья 15.29. «Нарушение требований законодательства Российской Федерации, касающихся деятельности

профессиональных участников рынка ценных бумаг, акционерных инвестиционных фондов, негосударственных пенсионных фондов, управляющих компаний акционерных инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов или негосударственных пенсионных фондов, специализированных депозитариев акционерных инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов или негосударственных пенсионных фондов».

Часть 2 данной статьи: «Нарушение профессиональным участником рынка ценных бумаг, осуществляющим брокерскую или дилерскую деятельность либо деятельность по управлению ценными бумагами, установленных нормативными правовыми актами Российской Федерации правил ведения учета и составления отчетности».

Санкция: для юридических лиц— штраф от 500 до 700 тыс. руб.

Понятно, что нарушения при ведении внутреннего учета могут быть самыми разнообразными — от полного несоответствия проводимых операций их отражению в учете до элементарных разовых ошибок (опечаток) сотрудников или ошибок, вызванных сбоями программных средств, которые невозможно отследить.

А указанная норма КоАП формально позволяет штрафовать в любом случае вполне сурово — не меньше чем от 500 тыс. рублей.

Для «мелких» брокеров или управляющих несколько таких найденных ошибок могут, по сути, привести к убыточности их бизнеса.

Также надо учитывать, что некоторые нормативные акты (например, регулирующие порядок ведения внутреннего учета профучастников) давно устарели, не соответствуют реалиям, так что участники рынка (брокеры, дилеры, управляющие) поставлены перед фактом: либо в какой-то мере их не выполнять и получать разоряющие штрафы за каждую мелочь, либо вести работу с применением устаревших способов.

Пример 2.
Часть 9 указанной выше статьи: «Воспрепятствование профессиональным участником рынка ценных бумаг, акционерным инвестиционным фондом, негосударственным пенсионным фондом, управляющей компанией акционерного инвестиционного фонда, паевого инвестиционного фонда или негосударственного пенсионного фонда либо специализированным депозитарием акционерного инвестиционного фонда, паевого инвестиционного фонда или негосударственного пенсионного фонда проведению федеральным органом исполнительной власти в области финансовых рынков проверок либо неисполнение или ненадлежащее исполнение предписаний федерального органа исполнительной власти в области финансовых рынков».

Санкция: для юридических лиц — штраф от 500 до 700 тыс. руб.

По этой статье может быть вынесено наказание как за преднамеренное и активное противодействие проверке или представление недостоверной информации по предписанию/непредставление информации, так и, например, в случае, когда просто курьер не успел довезти и сдать документы в канцелярию ФСФР вовремя или документы оказались случайно не заверены надлежащим образом.

Минимальный размер штрафа за подобные упущения очень велик.

Пример 3.
В соответствии с ч. 1 ст. 1519. КоАП одинаковое наказание (от 500 до 700 тыс. рублей) может быть наложено как за нераскрытие списков владельцев ценных бумаг (которое является серьезным нарушением прав их владельцев на участие в собрании), так и за неточность (техническую опечатку), случайно допущенную в каком-нибудь выданном документе.

Логично варьировать размер штрафа также и в данных случаях. ◻

Решительно важно

13 декабря 2011 года НАУФОР провела круглый стол «Об основных приоритетах развития российского фондового рынка в 2012 году»

Стимулирование внутреннего спроса и повышение конкурентоспособности российского первичного рынка — две первоочередные задачи, которые необходимо хотя бы попытаться решить в текущем году.

В России в целом сформировалась инфраструктура и индустрия финансового рынка. Осуществлено объединение крупнейших фондовых бирж, создано законодательство о центральном депозитарии, а также общее законодательство для организаторов торговли. Завершение работы над нормативными актами, обеспечивающими вступление этих законодательных норм в реальную силу, включая необходимые положения о клиринге, правила ликвидационного неттинга при банкротстве и др., поддержит в течение ближайших нескольких лет поступательное развитие российского фондового рынка.

Достигнутый уровень развития российского фондового рынка позволяет начать обсуждение следующего этапа по либерализации российского фондового рынка. Речь идет об упрощении доступа иностранных инфраструктурных институтов к российской инфраструктуре и доступа российских компаний к иностранному первичному рынку. Однако, по мнению участников круглого стола, без решения задач по стимулированию внутреннего инвестиционного спроса и совершенствования правил российского первичного рынка такие шаги являются преждевременными.

Важность решения задач по стимулированию внутреннего инвестора и повышению конкурентоспособности российского первичного рынка, по признанию участников обсуждения, усиливается тем, что время для принятия многих решений почти упущено. Российский рынок в настоящий момент сильно проигрывает в глобальной конкуренции, что уже активизировало негативные практики, угрожающие его будущему как достойного элемента мировой финансовой системы.

Консалтинговый центр НАУФОР приглашает на семинары по повышению квалификации профучастников и подготовке к экзаменам ФСФР России

Семинары по подготовке к экзаменам ФСФР России

Название	Город	Дата	Время проведения
Базовый курс «Основы рынка ценных бумаг»	Москва	12-27.03.2012	пн-чт 18:00-21:00 пт 17:00-20:00
	Москва	12-16.03.2012	пн-пт 10:00-18:00
Курс 1.0 «Брокерская, дилерская деятельность и деятельность по управлению ценными бумагами»	Москва	12-21.03.2012	пн-чт 18:00-21:00 пт 17:00-20:00
Курс 5.0 «Управление инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами»	Москва	19-29.03.2012	пн-чт 18:00-21:00 пт 17:00-20:00

Семинары для профучастников

Название	Город	Дата	Время проведения
Противодействие легализации доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма	Москва Санкт-Петербург	15.03.2012 29.03.2012 29.03.2012	10:00-17:00

КЦ НАУФОР оказывает услуги по проведению экспертизы профессиональной деятельности организаций на фондовом рынке

Экспертиза осуществляется в полном соответствии с требованиями, предъявляемыми ФСФР России при проведении выездных и камеральных проверок.

Наши специалисты помогут устранить выявленные нарушения, а также избежать соответствующих санкций регулятора.

Экспертиза включает в себя:

- Экспертизу учредительных документов и штатного расписания организации;
- Оценку осуществления внутреннего контроля и ведение внутреннего учета сделок, включая срочные сделки, и операций с ценными бумагами;
- Экспертную оценку осуществления брокерской, дилерской, депозитарной деятельности, а также деятельности по управлению ценными бумагами;
- Проверку порядка ведения бухгалтерского учета в организации и порядка расчета собственных средств;
- Проверку информации, указанной в отчетности организации;
- Экспертную оценку системы управления рисками в организации.