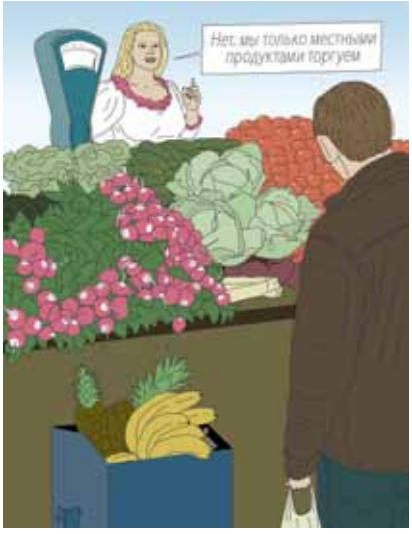
Содержание

№9, сентябрь 2012



На рынке может стать неинтересно

Управляющий директор по операционным и административным вопросам «Альфа-банка» Денис Соловьев рассказывает Ирине Слюсаревой, для чего рынку нужна концепция развития, а также почему загнивать можно долго и красиво, но делать этого не следует.

12

36

Отказ от амбиций?

Формат регулирования фондового рынка может поменяться: Правительство вышло с инициативой передачи всех функций ФСФР России Центральному банку. Последствия формирования такого объединения анализирует председатель Правления НАУФОР Алексей Тимофеев.

ТЕМА НОМЕРА: СТРУКТУРА РЫНКА

4 **Стратегия, предполагающая ответственность**

Генеральный директор Allianz Investments Дмитрий Васютинский объясняет главному редактору «Вестника НАУФОР» Ирине Слюсаревой, в чем состоит стратегия сбалансированного роста и почему не стоит наступать на грабли дважды.

22 **Земля круглая — и земля плоская**

В настоящее время регулирование маржинальных сделок распространяется фактически на один рынок. Но можно сделать его, во-первых, универсальным, а во-вторых, достаточно гибким. Кроме того, запуск проекта T+n также влечет за собой изменения маржинального регулирования. Как это можно сделать, обсуждают участники круглого стола НАУФОР.

ЭКСПЕРТНОЕ МНЕНИЕ

40 **В боковом диапазоне**

Рынок акций РФ в августе не смог продемонстрировать яркую динамику под влиянием противоречивых внешних факторов

ЗАДАЧА / РЕШЕНИЕ

46 **Сроки. Качество. Признание и исполнение**

Читателю предлагается обобщенная практика рассмотрения споров с иностранным элементом, которые рассматривались как в формате международного коммерческого арбитража (далее — МКА), так и в государственных судах в России и в Германии — с участием немецких и российских контрагентов.

МИРОВЫЕ ФИНАНСЫ

54 **Между государством и рынком**

Регулирование — исторический процесс, он складывается везде по-своему; именно по этой причине универсальное решение проблемы невозможно. Но одной из базовых характеристик архитектуры финансового рынка США является саморегулирование. И уж хотя бы поэтому феномен заслуживает внимательного рассмотрения.

Структура рынка

Одна из наиболее сейчас обсуждаемых новостей — возможная смена формата регулирования на финансовом рынке. Предполагается, что ФСФР России в том или ином виде войдет в состав «большого ЦБ». Тем самым на рынке появится мегарегулятор, а инвестиционное сообщество лишится возможности иметь «специализированное» регулирование.

Идея возникла, похоже, достаточно неожиданно. Много лет обсуждалась, наоборот, необходимость «усиления» Федеральной службы путем придания ей дополнительных полномочий и ресурсов. В частности, активным сторонником такого хода событий является Олег Вьюгин. Кроме того, проект построения МФЦ тоже как бы неявно предполагал наличие самостоятельного и сильного регулятора фондового рынка.

Но события развернулись в противоположную сторону. Можно заметить по этому поводу, что, скажем, в Великобритании от модели мегарегулятора после кризиса как раз отказались. А можно констатировать, что англосаксонская модель рынка, по которой изначально наш рынок строился, похоже, сменяется континентальной (см. интервью с Денисом Соловьевым).

Ирина Слюсарева :)

Вестник НАУФОР

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

Главный редактор **Ирина Слюсарева**

Редакционный совет
Рубен Аганбегян; президент ОАО «Московская биржа»
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, директор Центра структурных исследований института экономической политики им. Е. Т. Гайдара;
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, управляющий директор ОАО ФК «Открытие»;
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, исполнительный директор по администрированию ипотечных операций ОАО АИЖК;
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. 5226 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.

УРАЛЬСКАЯ КОНФЕРЕНЦИЯ НАУФОР

Российский фондовый рынок 2012

8 ноября 2012 года,
Екатеринбург, отель «Хаятт Ридженси»

Партнеры:

ММВБ MICEX

RTS БИРЖА

НП RTS

Дизайн-партнер:

just design

Дмитрий Васютинский
генеральный директор ОАО «Альянс Инвестиции» (до 1 августа 2012 года – ОАО «Альянс РОСНО Управление активами»).

Стратегия, предполагающая ответственность

Объем экспертизы, существующий внутри глобальной компании, огромен, поскольку многие проблемы в ней уже возникали и были решены

Генеральный директор Allianz Investments Дмитрий Васютинский объясняет главному редактору «Вестника НАУФОР» Ирине Слюсаревой, в чем состоит стратегия сбалансированного роста и почему не стоит наступать на грабли дважды.

— Дмитрий, как вы оцениваете итоги прошлого года, а также промежуточные итоги первого полугодия текущего года?

— Наши результаты 2011 года лучше результатов некоторых крупных игроков. Многие компании показали значительные убытки по портфелям своих клиентов.

Это можно объяснить следующим. Те управляющие, которые в предыдущие годы ориентировались на достаточно агрессивную стратегию, тратили соответствующие средства на развитие бизнеса. Их финансовые результаты отражают нынешнюю ситуацию на рынке с учетом тех затрат, которые эти компании несли. Компания Allianz Investments после 2008 года использует для своего развития стратегию «сбалансированного роста».

Что касается результатов 2012 года, то, как мы считаем, результаты, которые мы продемонстрировали за шесть месяцев, адекватны тому, что происходит на рынке. В общем и целом, в наиболее публичной части рынка управления активами — то есть паевых инвестиционных фондах — наблюдался отток средств частных клиентов. Мы полагаем, что в основном происходило перетекание в банковские депозиты. При том, что сохраняется нестабильность на международных инвестиционных рынках, на сегодняшний момент нет определяемых опорных точек. В этих условиях клиенты, конечно, пытаются уйти в нечто более безопасное. Поэтому на рынке наблюдался отток из паевых инвестиционных фондов всех категорий, особенно из фондов акций. Было некоторое перетекание не только в депозиты, но и в ПИФы с фиксированной доходностью.

— Продолжают ли сказываться на бизнесе последствия кризиса?

— Кризис сказался на деятельности всего рынка управления активов (имею сейчас в виду весь рынок, в международном масштабе). Некоторые

специалисты считают, что финансового кризиса такого масштаба не было со времен Великой депрессии. Наша компания — не исключение: Россия, так или иначе, является частью международного рынка. Влияние кризиса было повсеместным, оно отразилось на всех участниках — на ком-то в большей степени, на ком-то — в меньшей. Влияние это негативное и связано оно с несколькими факторами.

Первый, и пожалуй, главный, фактор (который довлеет над всеми) заключается в том, что инвесторы в настоящий момент избегают рисков. Они сильно сузили список инструментов, которые считают в данный момент надежными.

Результаты инвестирования последних лет ставили клиентов в тупик. Клиенты были растеряны, не знали, какие инструменты выбирать, что является точкой опоры с точки зрения безрисковости и надежности.

Неготовность инвесторов рисковать сказывается до сих пор. В частности, клиенты — как частные, так и институциональные, — существенно сократили свои инвестиции в рисковые инструменты, прежде всего в различные стратегии, которые подразумевают инвестиции в акции. Клиенты продолжают оставаться в более надежных инструментах. Для частных инвесторов это депозиты банков, для институциональных инвесторов — всевозможные инструменты с фиксированной доходностью либо инвестиционные стратегии, в которых (явно или неявно) заложена защита капитала.

— Рыночная экономика, как известно, циклична. Однако большинство стратегий финансовых институтов строится в надежде исключительно на рост. Вы сейчас сказали, что перешли к стратегии сбалансированного роста. Что это означает?

— Стратегия сбалансированного роста предполагает меньше рисков для акционеров. Так устроена наша система, которая в конечном итоге связана с интересами акционеров, инвесторов.

Конечно, и акционеры, и инвесторы хотят видеть рост. При этом понятно, что добиться максимальной доходности невозможно без соответствующего уровня риска. Если акционер хочет определенного роста, то это предполагает и определенные риски. В зависимости от ожиданий инвесторов и акционеров, менеджмент компании должен делать определенные ставки, принимать внутри компании определенные решения, в том числе инвестиционные, которые, если они обещают большую доходность, являются тем самым более рискованными. Ведь что такое рост бизнеса компании? Это принятие неких финансовых решений по расходованию средств акционера.

Поэтому, возвращаясь к компании Allianz Investments, скажу, что наша стратегия — это рост, но при меньшем уровне риска с точки зрения принимаемых решений по инвестированию и расходованию средств внутри компании.

— Насколько я понимаю, вы вписались в поворот. Но как в принципе можно определить тот момент, когда надо снизить скорость?

— Идеальных ситуаций не существует. Если быть перфекционистом, то, конечно, нельзя сказать, что мы вписались на все 100 процентов. Но вписались в общем и целом.

Один из краеугольных камней, на которых стоит сегодня группа «Allianz» как глобальная международная компания, — это, конечно, управление рисками. Под этим я понимаю всеобъемлющий подход к управлению рисками. Стратегия сбалансированного роста появилась не как результат нынешнего кризиса, а как некий долговременный процесс. Это и позволило нам подойти к повороту на оптимальной скорости.

— Как вы оцениваете перспективы смены глобальной регуляторной парадигмы? Например, в связи с европейским кризисом долгов у европейских банков может возникнуть единый регулятор. Считаете ли вы, что новые институты будут хорошо работать, что действительно удастся прийти к такому будущему, когда капитализм будет развиваться без кризисов?

— Не думаю, что удастся придумать универсальную регулятивную конструкцию, даже при условии, что намерения у всех рыночных агентов будут самыми позитивными. Полагаю, что конструкция, которая позволит полностью устранить циклическую природу более или менее свободного рынка, в принципе вряд ли возможна.

Финансовая система, в которой сейчас живет значительная часть мира, претерпит определенные изменения. Но принципиально она останется той же самой еще на достаточно долгий период. Потому что на сегодняшний момент более эффективного механизма экономического роста, чем более или менее свободный рынок, пока не придумано — к счастью или к сожалению. При том что во время кризисов часть благосостояния съедается, в общем и целом существующая система свободного рынка приводит к экономическому росту и в конечном итоге – к последующему росту благосостояния широких слоев населения.

При этом я полагаю, что необходимые выводы из кризиса будут сделаны, будут выстроены некие балансирующие механизмы на межгосударственном уровне. Если говорить про Европейский союз, то такие механизмы обязательно будут созданы, иначе под вопросом окажется само существование этой конструкции, по крайней мере как экономического союза. Не берусь прогнозировать, какое конкретное решение будет принято, — будет ли это интеграция на более высоком политическом и экономическом уровне, будет ли это воплощение идеи фискального союза, — но убежден, что воплощение того или иного механизма будет осуществлено. В будущем это, возможно, позволит не допускать воз-

Один из краеугольных камней, на которых стоит сегодня группа «Allianz» как глобальная международная компания, — это, конечно, управление рисками.

никновения негативных экономических факторов кризисного уровня, а также даст возможность сглаживать кризисные явления.

Если говорить о собственно индустрии финансовых услуг, то она уже претерпевает изменения. И эти изменения являются результатом нынешнего кризиса и ответных действий международных регуляторов. Кризис 2008 года остро выявил в нашей индустрии ряд нестыковок. И в таких странах, как Великобритания, Соединенные Штаты, конечно, произойдут изменения в части работы определенных рыночных институтов, в частности, инвестиционных банков и хедж-фондов.

— Есть такая вещь, которая называется ресурсной экономикой. Мне интересно спросить вас как человека, который достаточно долго находится в рынке и начинает чувствовать какие-то вещи на уровне интуиции. Как вам кажется, действительно ли ресурсная экономика является системой другой породы, нежели рыночная (она не хуже и не лучше, просто другая)? То есть экономика Австралии, Казахстана, России все-таки будет отличаться (до тех пор, пока мы будем сидеть на ресурсах) от экономик тех стран, которых производят товары и услуги в жестком, прозрачном рынке? И может быть, не надо бороться с этим, пытаясь сделать ужа ежом? Или мы все придем к какой-то единой, англосаксонской, например, модели.

— Ваш вопрос — это извечная большая тема, на который пока нет четкого ответа. Скорее всего, ответа не будет и в будущем, просто сама жизнь станет демонстрировать, какая система в какой среде работает лучше, а какая — хуже.

Если говорить об интуиции, то я не считаю, что будет существовать один тип экономики для всех. На разных этапах экономической истории одни модели будут более выигрышными, другие — менее. Не существует универсальной экономической модели, которая будет хороша на все времена. Об этом говорит опыт предыдущих 300–500 лет. По моему мнению, в разные этапы развития, связанные с технологическими, историческими и другими факторами, для данной конкретной территории возникают те или иные конкурентные преимущества, которые данная конкретная страна может использовать.

Давайте определимся, что под ресурсной мы понимаем экономику, в которой значительная доля валового внутреннего продукта так или иначе связана с добывающими отраслями. Некоторые страны в настоящий момент успешно используют существующую конъюнктуру в международном экономическом разделении. Поэтому ничего плохого в том, чтобы использовать нынешнюю конъюнктуру, конечно же, нет. И система международного капитализма устроена таким образом, что экономические агенты должны использовать конъюнктуру с максимальной выгодой для себя. Невозможно сказать, будет ли такая конъюнктура длиться вечно, но я полагаю, что некоторые страны будут продолжать использовать эту конъюнктуру с выгодой для себя.

Другой вопрос, что некоторые страны используют эту конъюнктуру с максимальной выгодой.

То есть некоторые экономики будут оставаться ресурсными и пользоваться этой конъюнктурой. Но поскольку природные ресурсы являются исчерпаемыми, то, пользуясь нынешней конъюнктурой, странам с «ресурсной» экономикой нужно создавать задел на будущее, который позволит им развивать какие-то другие сектора экономики.

— Компания Allianz Investments провела ребрендинг. Уже есть какие-то результаты?

— Мы сменили название компании сравнительно недавно. Это произошло в августе. Август — тихий месяц с любой точки зрения, поэтому пока говорить о каких-то конкретных результатах не приходится.

— А каковы побудительные причины?

— Ребрендинг компании является частью политики Allianz по созданию единого имиджа компаний группы в России. Ранее в 2012 году произошла интеграция российских страховых активов Allianz, и теперь объединенная компания называется Страховая компания «Альянс». Allianz в международном масштабе — это очень сильный бренд, который широко представлен во всем мире. Ребрендинг подразумевает не только смену названия, но и усиление интеграции с Группой Allianz, качественное обновление продуктовой линейки и бизнес-процессов в компании.

— Что это значит — быть частью большой международной компании? Что это вам дает как российскому игроку?

— Начну со второй части вопроса. На мой взгляд, это дает колоссальные преимущества.

Во-первых, объем экспертизы, который существует в рамках глобальной компании Allianz, поражающе огромен. Человеку, который не находится внутри, очень трудно его представить. Но даже я, работая в компании уже восемь лет, продолжаю удивляться. Имею в виду прежде всего экспертизу по управлению рисками, экспертизу по инвестиционным стратегиям. С точки зрения профессиональной деятельности нет ни одного вопроса, на который я не смог бы получить ответ непосредственно внутри Группы Allianz, причем очень быстро. Потому что о какой бы ситуации ни шла речь, оказывается, что с вероятностью 99% кто-то когда-то внутри группы с подобной ситуацией уже сталкивался — в той или иной стране, на том или ином рынке. Соответственно, было принято то или иное решение и получен тот или иной результат. И на эту экспертизу можно опереться тем, кто идет следом.

Приведу пример. После интервью с вами у меня намечена конференц-связь с коллегами из Египта, к которой, возможно, присоединятся коллеги из

Ливана. Они внедряли у себя определенный информационный продукт, о применении которого мы тоже думаем. Информация о результатах практического внедрения этого продукта — для нас огромная экономия времени и затрат, которую трудно оценить. Завтра у нас телефонная конференция с коллегами из Allianz Global Investors в Лондоне по другому практическому вопросу, по которому у них уже есть опыт. Это и есть то бесценное конкурентное преимущество, которым обладает Allianz как глобальная компания.

Компании Allianz уже более 120 лет, это огромный бизнес. Тем не менее он обладает качествами, которые позволяют ему быть динамичным. Работать в такой компании — настоящее профессиональное удовольствие. Однако и очень большая ответственность. Подразумевается, что при наличии такой огромной экспертизы команде нужно избегать ошибок, потому что огромная компания не может позволить себе наступать на одни и те же грабли. В своей работе мы стремимся придерживаться самых высоких стандартов качества услуг, которые соответствуют международному статусу группы как одной из ведущих финансовых корпораций мира.

— Как работают ваши ПИФы?

— В компании Allianz Investments можно проследить за тем, как работали наши ПИФы более чем за восемь лет. Что интересно, все эти восемь лет нашими ПИФами управляет, в общем-то, одна и та же команда. Наши паевые инвестиционные фонды остаются одними из лучших на российском рынке по соотношению риска и доходности. Как, наверно, и другие коллеги на рынке, мы считаем, что клиенты начнут возвращаться в ПИФы, как только станут поступать сигналы (от регуляторов, от европейских политиков) о том, что приняты определенные решения, которые позволят убрать негативные последствия кризиса.

— Какие рекомендации вы могли бы дать инвесторам?

— Нужно понимать, как устроена российская действительность. При таком ее устройстве, которое имеем сейчас, задача создания сбережений и накоплений — это задача каждого сознательного человека.

Жизнь предполагает материальную ответственность за свое будущее и будущее близких людей. Так вот, эта ответственность за материальное будущее должна учитывать, что государство (во всех странах, и в частности, в России) сможет обеспечить своим гражданам в лучшем случае минимально принятый в данной стране прожиточный уровень. Более или менее обеспеченная жизнь в будущем — это на 99% — дело собственных рук. Не хочу далеко уходить в прописные истины. Но, учитывая все еще высокую инфляцию, учитывая дискуссии, которые ведутся по поводу изменения пенсионной системы, следует ясно понимать, что сбережения и накопления (в том числе в такие инструменты, как паевые фонды или накопительное инвестиционное страхование жизни) должны быть частью материальной ответственности взрослых людей за свое будущее.

Люди существенно различаются по своему отношению к рискам и ожиданиям доходности, существует несколько разных категорий. Но общая позиция заключается в том, что люди должны думать о своем финансовом будущем и принимать решения. А дальше как можно более дисциплинированно создавать накопления, сбережения, подушки безопасности на разные случаи, которые позволят вести более-менее материально достойный образ жизни. Сидеть на кухне с друзьями или семьей, проклиная политиков или вообще жизнь, при этом не прикладывая никаких личных усилий и не неся материальной ответственности за свое будущее, — просто безответственно.

Еще раз повторю, что государство может обеспечить только некий базовый уровень, в остальном ответственность лежит непосредственно на самом человеке.

Конечно, разъяснение этих базовых вещей является задачей, в том числе, образовательных институтов. В определенном смысле это задача также для государственных институтов, банковского сообщества. Так устроена современная экономика. В США более половины домохозяйств так или иначе являются инвесторами в различные инструменты — паевые фонды, индивидуальные пенсионные счета, полисы накопительного страхования жизни. По данным ICI и WDI Всемирного банка, доля вложений населения России в ценные бумаги, включая паи ПИФов, составляет меньше 1% сбережений.

С таким положением дел нельзя мириться, его следует менять.

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.

Нет, мы только местными продуктами торгуем

Денис Соловьев
управляющий директор «Альфа-банка»

На рынке может стать неинтересно

Инфраструктура российского рынка стала лучше. Но подобные улучшения являются лишь косметическими, а надо обеспечивать базовые вещи

Управляющий директор по операционным и административным вопросам «Альфа-банка» Денис Соловьев рассказывает Ирине Слюсаревой, для чего рынку нужна концепция развития, а также почему загнивать можно долго и красиво, но делать этого не следует.

— Денис, как вы оцениваете нынешнее состояние отечественного фондового рынка? Например, стал ли драйвером его развития проект создания международного финансового центра?

— Никто из моих знакомых (работающих на фондовом рынке) не верит в возможность реализации идеи международного финансового центра как рынка капитала, сравнимого с Нью-Йорком, Лондоном, Токио или Сингапуром. Но очень многие верят, что идею можно использовать для достижения менее масштабных, но также вполне привлекательных целей, как-то: изменение корпоративного и налогового законодательства (законопроекты подготовлены группой под руководством А. С. Волошина), создание централизованной биржевой инфраструктуры под контролем государства (Московская биржа), развитие городской инфраструктуры (различные транспортные и девелоперские проекты, реализуемые в Москве). Все вышеперечисленное немного приближает Москву к мировым стандартам, но приближает ли это к достижению цели?

Возможно, следует шире и реалистичнее посмотреть на концепцию финансового центра и обратить внимание, что хотя можно конкурировать в области инфраструктуры и регулирования, но политические риски и коррупция в органах исполнительной власти и судебной системе являются более сильными факторами, определяющими выбор рынка. Эти факторы со временем могут меняться в лучшую сторону, но это, скорее всего, не быстрый и болезненный процесс. Поскольку нам интересно в основном то, что может произойти при нашей жизни (нет у меня знакомых футурологов), то нужно определиться с ближайшими приоритетами.

А в ближайшем будущем, имея конкурентоспособную инфраструктуру, мы могли бы сделать российский рынок привлекательным, создав на

нем уникальное предложение региональных инструментов для инвестирования, подкрепив их наличие внутренним спросом.

Какого типа финансовый центр мог бы тогда получиться в России? Как в Швейцарии, где преимущественно денежный рынок, например, или как в Лондоне? А, возможно он стал бы похож на немецкий рынок, который в значительной степени является рынком банковского капитала. А может быть, возможна и совсем иная модель?

Можно ли уверенно сказать, что региональный рынок мы уже построили? Да, украинская биржа принадлежит сейчас Московской бирже и занимает около 70% местного рынка. Казахстанский рынок фактически весь здесь, по крайней мере, казахстанский капитал обращается в России и инвестируется в российские предприятия, а казахские бумаги обращаются в виде депозитарных расписок где угодно.

— Насколько я понимаю, относительно рынка СНГ нет единого крупного внешнего интересанта. Вот Азербайджан неплохая страна, он растет. Но там преобладает турецкое влияние. Украинскими эмитентами интересуется Польша и так далее. Не хотелось ли бы нам тоже вклиниться?

— Все бывшие советские республики уже находятся в чьей-то зоне влияния.

Украинские компании успешно размещаются на бирже в Варшаве, где их покупают местные инвесторы, включая пенсионные фонды. Связи Азербайджана с Турцией и Ираном возможно крепче, чем связи с Россией, что относится и к рыночной инфраструктуре. В Армении биржа принадлежит шведской OMX. Таджикистан, Узбекистан, Киргизия имеют малые и слабо ликвидные рынки. Экономические проблемы Белоруссии всем известны. Молдавия, Эстония, Литва и Латвия ориентированы на Европу. Так что имперским амбициям просто негде разгуляться.

При этом государственной политики в области взаимодействия (сотрудничества или конкуренции) с финансовыми структурами других государств у России не су-ще-ствует. Я думаю, что у страны с амбицией конкурировать с международными финансовыми центрами должна быть некая доктрина, некое понимание конкурентного поля. Этого пока нет. При этом в плане конкурентоспособности с другими, относительно небольшими региональными же рынками (например, с Варшавой) мы проигрываем в части работы с эмитентами и наличия внутреннего инвестора.

Я не знаю, как много уже выполнено по программе построения МФЦ. Но определенная динамика есть. В прошлом году состоялось объединение бирж, ключевым мотивом которого была конкуренция с Лондонской фондовой биржей. Также был решен вопрос о центральном депозитарии. И хотя обороты существенно сократились, по большей части из-за того что арбитраж между биржами перестал существовать с 19 декабря прошлого года, появились новые возможности в части централизованного клиринга и внедрения технологии расчетов с частичным обеспечением. Опять же, для конкуренции с Лондонской биржей.

В этом году появилась новая фишка — внутренний инвестор. Как в лице пенсионного фонда, так и в формате инвестиционного счета со специальным налоговым режимом. Я категорически «за» то, чтобы появился внутренний инвестор в лице пенсионного фонда и фонда национального благосостояния (Россия же одна из немногих стран, которая не инвестирует ресурсы фондов национального благосостояния в собственные активы). Но является ли эта тема сколько-нибудь ключевой, я не знаю. И никто не знает, потому что соответствующей концепции в принципе не существует.

Определенную повестку дня формирует руководство Центрального банка. Но у ЦБ на повестке дня было два вопроса — объединение бирж и создание центрального депозитария. На сегодня это сделано.

Теперь возник следующий вопрос — создание внутреннего инвестора. Тоже важный. Кстати говоря, Пенсионный фонд Российской Федерации, несмотря на его определенную дефицитность в текущем периоде, в будущем станет потенциально крупным инвестором.

Конечно, здесь много политических аспектов. Есть опасение, что в итоге возникнет клуб по интересам: прайсинг при размещении будет определяться «клубным» способом, принимать участие в процессе будут только члены клуба. Поэтому фонды могут стать просто еще одним членом клуба, средства которого будут распиливаться другими участниками в соответствии с лоббистскими возможностями каждого из них.

Понятно, какие проблемы можно решить таким способом. Не понятно, зачем это рынку.

Какого типа финансовый центр мог бы тогда получиться в России? Как в Швейцарии, где преимущественно денежный рынок, например, или как в Лондоне? А, возможно он стал бы похож на немецкий рынок, который в значительной степени является рынком банковского капитала. А может быть, возможна и совсем иная модель?

Поэтому очень бы хотелось, чтобы к обсуждениям концепции создания внутреннего инвестора привлекали участников финансового рынка, которым сейчас при реализации любых инициатив, предложенных, что называется, сверху, редко дают возможность высказаться. Рынок, так же как и Дума, перестает быть «местом для дискуссий» и обсуждение ключевых вопросов его развития происходит в рамках клуба.

— А общую ситуацию вы как все-таки оцениваете?

— Рынок деградирует. Обороты на бирже упали в разы. Идет отток инвестиционного и спекулятивного капитала. Это объясняется кризисом мировой экономики, проблемами финансовых систем, но отчасти и внутренними факторами тоже. Все участники рынка страдают от волатильности на внешних рынках, от того, что инвесторы стали суперконсервативными. Даже наши внутренние российские инвесторы, которые спекулируют на ММВБ, становятся гораздо более осторожными. Плечо у них существенно сокращается, и доходы интернет-брокерских компаний (которые они получают в основном от маржинального кредитования), соответственно, тоже падают, вместе с падением оборотов и сокращением плеча. Структура рынка перекошена в сторону госкомпаний, а на рынке — госбанков, для которых основной объем бизнеса — банковское кредитование в той или иной форме. Доля дохода от операций с ценными бумагами минимальна. Соответственно, не велик и приоритет развития биржевого рынка, тем более что наиболее политически значимые вопросы уже решены.

Тем не менее есть определенные вещи, которые на этом рынке должны делаться коллективным усилием, а не путем привлечения членов клуба, состоящего в основном из государственных чиновников, или представителей государственных банков, или других государственных структур. То есть усилием

разных участников фондового рынка — как крупных, так и небольших спекулянтов, генерирующих большие обороты и великие идеи.

— Как вы думаете, какое было бы мнение у профучастников в отношении того, например, что Сбербанк будет размещать в ADR в Лондоне?

— Мне кажется, что мнение у разных категорий участников было бы разное.

В отношении приватизации российских компаний (которая, надеюсь, будет происходить все-таки в России) какое мнение у разных участников может быть?

Или в отношении того, на чьи деньги будет происходить эта приватизация — пенсионного ли фонда, частных инвесторов или еще кого-то?

Инвестиционная часть пенсионного фонда, безусловно, заслуживает быть вложенной в качественные российские активы. Проблема с размещениями в том, что часто после размещения цена бумаг снижается или повышается, иногда существенно. И в том и в другом случае есть проигравшие и выигравшие. Есть многочисленные исследования на тему IPO, из которых становится понятно, что результат размещения определяет не только рынок, но и конфликт сторон принимающих решение о параметрах размещения. Это конфликт контролирующих акционеров, менеджмента компаний (в случае их заинтересованности в виде опционов) и инвестора. С участием Пенсионного фонда или Фонда национального благосостояния в силу масштаба инвестора и наличия возможности влиять на принятие решений конфликт может стать очень интенсивным. А вследствие древней российской традиции коррумпировать любые отношения, регулировать этот конфликт, без должных механизмов управления станет сначала сложно, а по мере углубления и развития этих отношений — невозможно.

Не поймите неправильно. Я тоже не люблю демократию, но в некоторых ситуациях элементы демократии — единственный способ борьбы с коррупцией.

Привлекайте участников рынка!

— Мне кажется, массив вопросов, о которых вы говорите, распадается на две части. Во-первых, какой могла бы быть модель российского финансового центра, если б она разрабатывалась внутри рынка. А второе — что есть некий затор между рынком и бюрократическим центром принятия решений. Складывается впечатление, что там, где принимаются бюрократические (в нейтральном смысле) решения, никто не видит фондового рынка, не заботится о его развитии. Нормальной модели МФЦ нет потому, что у чиновников сложилась мысль: не будет фондового рынка, да и ладно. Обойдемся банками, еще как-нибудь. Важность и нужность собственно фондового рынка не осознаются.

В стране выстроилась модель периферийного капитализма: все финансы отсасываются с периферии и аккумулируются в центре. Такому рынку фондовый сегмент действительно не нужен. На эту ногу — фондовый рынок — экономика прихрамывает во многих развивающихся странах. С другой стороны, поляки вот сделали у себя работающий фондовый рынок. В Сингапуре сделали.

— Это же консенсусное решение!

Можно строить сколько угодно планов по поводу международного финансового центра. Но осуществлять те или иные виды операций в том или ином месте — это конесенсусное решение участников рынка. Есть масса международных объединений, и России нужно быть их членом, нужно убеждать, привлекать, нужно соответствовать стандартам, что у нас не очень хорошо получается. Представители российского государства или госкомпаний участвуют практически везде, где только можно, но даже с исполнением обязательств в рамках этого участия у нас не всегда хорошо. Можно ли говорить о том, что кто-либо вообще управляет «внешней экономической политикой России как страны претендующей на то, чтобы стать международным финансовым центром» хотя бы в рамках этого участия? Можно ли понять, чего мы пытаемся добиться, платя взносы и посылая наших представителей? На мой взгляд, такого понимания нет. И нет ни человека, ни учреждения, которые взяли бы на себя ответственность и располагали бы достаточными полномочиями и ресурсами для формулирования целей при этом управляли бы процессом их достижения. Как видится, наиболее способным принять на себя такую «миссию» является Центральный банк.

Вот [председатель правления НАУФОР] Алексей Тимофеев каждый год делает доклад о состоянии российского фондового рынка. Я восхищен его терпением и целеустремленностью. Если каждый год делаешь презентацию в одном и том же формате, где приводятся рассчитанные по понятной методике показатели, то сразу видишь

Рынок деградирует. Обороты на бирже упали в разы. Идет отток инвестиционного и спекулятивного капитала. Это объясняется кризисом мировой экономики, проблемами финансовых систем, но отчасти и внутренними факторами тоже. Все участники рынка страдают от волатильности на внешних рынках, от того, что инвесторы стали суперконсервативными.

состояние рынка: прогресс или регресс. И очевидно, что на протяжении уже нескольких лет на отечественном рынке налицо регрессивное движение. Надо что-то делать, кто-то должен сформировать волевое усилие, направленное на развитие. Иначе эта стагнация, эта депрессия, в которую мы погружаемся, будет продолжаться и усиливаться.

— Из ваших слов можно сделать вывод, что модель МФЦ как таковую можно доработать достаточно быстро.

— Модель — это живая вещь. Это процесс, которым нужно управлять, в который нужно инвестировать, насчет которого нужно рассказывать людям, в какой ситуации мы находимся, куда идем. Обратную связь нужно получать. Сейчас переизбран совет директоров НАУФОР, и я думаю, что на ближайшем его заседании обозначенные вопросы обязательно будут обсуждаться.

В целом идея такова: по поводу этих целей и моделей надо что-то постоянно делать на том уровне, который позволяет формировать решения и объединять и участников рынка, и регуляторов, и всех, кто может в принципе сформировать концепцию развития. Управлять этим надо. И не раз в году, когда Комиссия по МФЦ собирается, а постоянно. Россия как член мирового сообщества может добиться многого.

— Значит, есть еще куда двигаться?

— Да. Поскольку мы добились сокрушительных успехов в деле построения центра и финансы у нас пока тоже есть, то с этим вот материалом и надо работать. Внутренний инвестор актуален потому, что международный менее актуален на данный момент. Нет его. Сбежал. Нечем нам сейчас привлечь международного инвестора. Но остаются возможности создать привлекательное предложение на рынке путем размещения бумаг приватизируемых компаний среди частных инвесторов на инвестиционных счетах. Этот инструмент инвестирования широко используется в США. Суть в том, что инвестор направляет на счет некую сумму (например до 500 тысяч рублей в год), получает налоговый вычет в таком же размере, если срок использования средств на инвестиционном счете превышает три года. Вместе с инвестиционной частью пенсионного фонда или вместо нее это хорошая основа для создания внутреннего спроса. Внутренний спрос может привлечь и иностранного эмитента, а на эмитентов можно ловить настоящих международных инвесторов. Понимаете мою мысль?

Так вот, такой внутренний инвестор должен быть. Им легко управлять, как легко управлять спросом на активы со стороны таких инвесторов, регулируя размер максимального взноса на счет.

— Но ими можно будет управлять только, если домохозяйства вынут средства из матраса и куда-то вложат.

— Если говорить о народе, то он после народного размещения ВТБ так просто деньги из матраса не вынет. Только инвестиции (в виде налогового вычета) и позитивная история позволят унять эту народную скорбь по потерянным деньгам. А вот если вместе с инвестиционным счетом появится еще и крупный внутренний инвестор, допустим, Пенсионный фонд, если под него будет формироваться определенная политика и реализовываться она будет таким образом, что конфликты между эмитентом и инвестором будут решаться более-менее здраво (не клубным способом, а в меру демократическим), то шансов на успех больше.

— Простой марксистский вопрос. Мы говорим о том, что фондовый рынок существует несколько беспризорно, у него нет внятной концепции. Идеальную модель, предложенную НАУФОР, никто так и не акцептовал, да и никакую другую. Кто заинтересован в том, чтобы была разработана адекватная модель развития рынка и каким образом он может добиться ее воплощения?

— У нас имеется торговая и расчетная инфраструктура рынка, более или менее отвечающая международным требованиям. С учетом всех условий, мы имеем на этом рынке более-менее справедливую оценку компаний. Не только российских компаний. Если Московская биржа начнет работать с иностранными эмитентами, то, может быть, мы будем иметь еще и возможность инвестиций в какие-то успешные компании за рубежом. Сейчас спроси вас, во что бы вы вложили свои деньги, так вы ограничите свой выбор российскими предприятиями, потому что вы их знаете. То есть автоматически будете инвестировать в металлургию, в банковскую сферу, нефтяную промышленность.

— Я бы сейчас инвестировала (если б вдолгую и имея деньги) в хорошую европейскую компанию.

— Сразу видно агрессивного инвестора. Мало денег, много риска. Учитывая кризисные явления в европейской экономике предложил бы подождать с такими инвестициями, а уж купив потом на минимуме — вдолгую… Но только экспертизы на этом рынке нету. Если бы эти компании торговались здесь, то, наверно, экспертиза потихонечку бы появлялась. А так вы пойдете к любому брокеру и увидите, что он обеспечивает вам доступ на иностранные рынки и экспертизу, но при этом станете клиентом иностранного брокера, уведете деньги из Российской Федерации. И, в общем, российскому рынку от этого мало толку.

— Кому выгодно создание МФЦ?

— Ну государству выгодно. Я имею в виду группы интересов. У нас же есть соинвесторы в успешные государственные компании, соинвесторы на стороне того же государства или в разрезе частно-государственного партнерства. Мне кажется, им тоже было бы интересно понимать, сколько стоит то, чем они владеют, как оно выглядит в сравнении с иностранными аналогами, что

мешает увеличить стоимость. А рынок более или менее дает эту оценку. Вот сейчас потихоньку появляется рынок для акций Московской биржи. IPO еще не прошло, но на рынке уже проходят какие-то сделки, есть спрос, можно увидеть понятные индикативные цены. С другими компаниями из государственного сектора, которые также мало торгуемы, но могут находиться в преддверии IPO, такая же история. И хорошо, когда такие процессы происходят на собственном информационном пространстве, в собственной инфраструктуре.

Группы интересов есть, просто они не очень явно проводят в жизнь свою волю.

Участники рынка, работающие в иностранных структурах, тоже должны принимать участие в управлении Московской биржей. Тогда и управляющие фондами, смогут привлекать эмитентов на биржу. У частных инвесторов-резидентов появится больше возможностей инвестировать.

— А что происходит с моделью управления Московской биржи?

— Выполнен план формирования корпоративного управления. Созданы Советы директоров на бирже в НКЦ и НРД. РТС, объединившись с ММВБ, прекратила существование. Недавно прошло собрание акционеров и представлена стратегия развития Московской биржи до 2015 года, которая содержит агрессивную финансовую модель роста — что хорошо в преддверии IPO. Уже понятен размер IPO. Он небольшой, около 10% капитала, но это создаст рынок этих акций и, если повезет, даст позитивный сигнал инвесторам, повысит капитализацию. Но при этом какие-то нужные моменты в стратегии отсутствуют. В частности, тема внутреннего инвестора в стратегии никак не представлена. А также не видна никак работа ни с иностранными эмитентами и вообще с эмитентами.

В целом информации для участников рынка крайне недостаточно. После череды технических сбоев хотелось бы видеть перспективы развития технологической платформы, размер инвестиций в нее. Небезразличны перспективы развития рынка деривативов. Хотелось бы лучше понимать за счет чего будет достигнут тот существенный рост объемов, который предполагается получить. Сложно понять какие прогнозы использованы при составлении стратегии, так как при агрессивном линейном росте, ей предусмотренном, прогнозы развития Минфина и прогнозы международных аналитических агентств на ближайшие пару лет не внушают оптимизма. Безусловно «Альфа-Банк» как акционер и участник рынка приложит максимум усилий, чтобы этому росту способствовать.

— Акционерное соглашение предполагало, что управление будет совершаться в интересах всего брокерского сообщества. Вы считаете, что этот принцип не до конца реализован?

— Биржа, как любой бизнес, управляется в интересах акционеров. Поскольку стейкхолдерами Московской биржи являются, в том числе, ну очень миноритарные акционеры, то она, управляясь в интересах крупных акционеров (которые заинтересованы в том, чтобы пользователи платили бирже и на ней торговали), в то же самое время также преследует интересы участников рынка. В этом единстве и борьбе постоянно ищется определенный компромисс. Мне кажется, что консенсус с участниками рынка должен выстраиваться каким-то более широким образом по сравнению с тем, как это существует сейчас. Если вы посмотрите на состав акционеров и совета директоров биржи, то количество независимых игроков там не очень велико. Возможно, консенсус будет достигнут участием представителей компаний-стейкхолдеров в работе комитетов. Однако ключевые вопросы управления биржей и ее инфраструктурой, включая центральный депозитарий, решаются в советах директоров.

Может быть, следует расширить присутствие участников рынка в ее совете директоров. Любая, особенно международная, финансовая организация обречена на поиск подобного консенсуса. И РТС, кстати говоря, несмотря на то, что не была ни международной, ни очень большой, имела под 20 человек в составе совета директоров. Вспомним также, что в определенный период РТС делала попытку регулировать долю участия в капитале в связи с оборотами участника на бирже. Эта попытка демонстрирует значимость конфликта между акционерами и стейкхолдерами, который при отсутствии консенсуса решается созданием конкурирующей структуры.

— Может быть, вы еще раз сформулируете, куда мы можем пойти, стоя сейчас на текущей позиции?

— Прежде всего, нужно сформулировать, что мы хотим иметь в индустрии через, скажем, пять лет. Сейчас экспертиза раздробилась по разным клубам — вот группа Волошина, вот НАУФОР и НФА, вот Московская биржа с отдельно стоящим Центральным банком, вот Министерство финансов. Нужно собрать эту экспертизу и утвердить модель рынка. Нужно начать ее реализовывать, договариваясь по ключевым вопросам, как-то по внутреннему инвестору и прочее.

Я не знаю можно ли еще заинтересовать кого-либо, обладающего политическим весом, погрузиться в эту тему, но, учитывая традицию принятия решений, без такого авторитета, вряд ли получится провести решения в жизнь. Это если развивать рынок сознательно. В некоторые периоды времени, чтоб не деградировать, нужно очень быстро бежать. И, по-моему, мы сейчас вступаем как раз в такой период.

Без сознательного управления мы будем жить как раньше, решая частные задачи. И находясь в клубном тренде, придем к осознанию несоразмерности амбиций и реальных возможностей. А учитывая, что обновления крови может не быть еще долго, стареющие клабмены и вумены имеют все шансы спокойно встретить старость на периферии мирового экономического пространства. ОК, если на богатой периферии, но это зависит от Бога и цены на нефть.

Мне кажется, что нашему сообществу это непозволительно, оно таким способом разрушит само себя. Я за то, чтобы сбивать масло лапками, дабы выжить и процветать, а не красиво потонуть в сливках. Тем более что красиво — вряд ли получится. ◻

О регулировании маржинальных и необеспеченных сделок

Действующее в настоящее время регулирование маржинальных сделок на спот-рынке появилось в 2005-2006 годах и последний раз корректировалось в 2009 году в парадигме антикризисных действий

Под маржинальной сделкой понимается сделка купли-продажи ценных бумаг, расчет по которой производится с использованием денежных средств или ценных бумаг, предоставленных брокером в заем клиенту. Под необеспеченной сделкой понимается биржевая сделка купли-продажи ценных бумаг, заключаемая брокером в тот момент, когда активов клиента недостаточно для исполнения указанной сделки. Предполагается, что необходимые активы будут получены клиентом от третьих лиц к моменту исполнения заключенной сделки (например, в виде займа или по договору репо).

При совершении маржинальной или необеспеченной покупки брокер вправе приобретать только ценные бумаги, допущенные к организованным торгам. При совершении маржинальной или необеспеченной продажи брокер вправе продавать только ценные бумаги, соответствующие критериям ликвидности, установленным ФСФР России. Установленным критериям ликвидности также должны соответствовать ценные бумаги, принимаемые брокером наряду с денежными средствами в качестве обеспечения исполнения обязательств клиента по предоставленным займам и необеспеченным сделкам.

В целях защиты интересов клиентов и обеспечения финансовой устойчивости брокеров ФСФР ограничивает размер заемных средств, используемых для совершения сделки. При этом клиенты разделяются на категории — для обычных клиентов плечо должно составлять не более 1 к 1. Для клиентов с повышенным уровнем риска, разрешается более высокий риск и их плечо составляет 1 к 3.

Для ограничения риска, принимаемого на себя брокером, в 2006 году был установлен запрет на совершение маржинальной и необеспеченной продажи ценных бумаг по цене на 5% ниже цены закрытия предыдущего торгового дня, установленной организатором торговли на такую же ценную бумагу.

В период финансового кризиса ФСФР России запретила начиная с 30 сентября 2008 года совершать на фондовой бирже короткие необеспеченные продажи ценных бумаг. Временный запрет на совершение указанных сделок был отменен 15 июня 2009 года. Одновременно величина предельной стоимости продаваемых ценных бумаг по маржинальным и необеспеченным сделкам была снижена с 5 до 3 процентов от цены закрытия по данной бумаге за предыдущий рабочий день. При этом была предусмотрена возможность совершения маржинальной и необеспеченной сделки продажи ценных бумаг без соблюдения данного ограничения, если цена сделки равна или превышает минимальное значение последней текущей цены ценной бумаги либо минимальное значение цены последней сделки с ценной бумагой, которая была принята в расчет такой текущей цены.

Проблемы этого сегмента рынка стали предметом обсуждения на круглом столе НАУФОР, публикуемом в данном номере. ◻

Земля круглая — и земля плоская

Выбор формулы расчета маржи для внебиржевых сделок при негарантированных расчетах зависит от категории брокера, а не клиента

В настоящее время регулирование маржинальных сделок распространяется фактически на один рынок. Но можно сделать его, во-первых, универсальным; а во-вторых, достаточно гибким. Кроме того, запуск проекта T+n также влечет за собой изменения маржинального регулирования. Как это можно сделать, обсуждают участники круглого стола НАУФОР.

Участники круглого стола: Вадим Федеев (Московская биржа), Анна Кузнецова (Московская биржа), Максим Позняк («Открытие»), Мария Соколова («Открытие»), Светлана Зайцева («Финам»), Джаннат Тухтаева («Регион»).

Модератор — Андрей Салащенко (НП РТС).

Андрей Салащенко. Давайте поговорим в целом о проблеме. Почему надо изменять регулирование маржинальной торговли, зачем это нужно регулятору, зачем это нужно рынку.

Регулирование маржинальной торговли в настоящее время распространяется фактически на один рынок. Сегодня мы имеем шанс сделать регулирование маржинальных сделок универсальным, которое перестанет быть применимым только к одному рынку.

Кроме того, очень хотелось бы получить от регулирования определенную долю гибкости в определенных (в том же приказе ФСФР) рамках.

Наконец, нельзя забывать о проекте T+n.

Анна Кузнецова. Сейчас, когда речь идет о том, чтобы весь рынок перешел на T+n, регулятору вряд ли понравится, что этот рынок, который станет основным, окажется без регулирования.

Мария Соколова. Когда мы начинали разрабатывать предложения по изменению регулирования, то исходили, действительно, не только из того, чтобы распространить существующее регулирование на T+n, а сделать его более гибким.

Основное предложение заключалось в том, чтобы уйти от жесткой фиксированной скидки 25% и постараться отталкиваться от волатильности каждой отдельно взятой ценной бумаги. Для этого нужно переработать формулу расчета показателей, которую мы разработали для контроля рисков.

Там возникает много вопросов: каким образом производить расчеты волатильности, как усовершенствовать формулу, чтобы она наилучшим образом отражала то, что необходимо регулятору. Соответственно, возникали и другие вопросы, один из которых, например, каким образом оценить ликвидность ценных бумаг.

Андрей Салащенко. Ну, хорошо, давайте все-таки для себя ответим на вопрос — к каким рынкам мы, собственно, хотим это применять. Что делать с внебиржевым рынком: трогаем ли его, и если да, то какие условия для него ставим?

Джаннат Тухтаева. Совершение маржинальных/необеспеченных сделок на внебиржевом рынке должно быть в любом случае. Нужно разграничить регулирование гарантированных расчетов, по которым сразу можно рассчитывать уровень маржи, и негарантированных, которые можно вообще не учитывать. Учитывать их с какими-то разными коэффициентами — не совсем корректно.

Гарантированные расчеты это — как минимум, те, которые брокер проводит внутри себя или через центрального контрагента.

Андрей Салащенко. Срочный рынок нужно предлагать учитывать?

Джаннат Тухтаева. По-хорошему — да.

Андрей Салащенко. И заодно поменять правила внутреннего учета.

Вадим Федеев. Не учитывать внебиржевой рынок вообще не есть правильно, потому что на поверхности лежит такая ситуация: у клиента позиция с максимальным плечом, закрытая на внебиржевом рынке, то есть «негарантированной» сделкой. Если внебиржевой рынок не учитывается, то это ситуация, в которой риск для клиента делается практически нулевым, но формально остается.

Андрей Салащенко. Насколько мы сможем адекватно предложить регулятору вписать в документ процедуру учета негарантированных расчетов?

Максим Позняк. Формула, которая учитывает все, в том числе негарантированные сделки, выглядит очень сложно. Обычному человеку, который захочет по ней что-то посчитать, скорее всего, это не удастся. Но я не считаю появление такой формулы категорически неприемлемым. Внешний вид для программиста не ужасен, это все алгоритмически реализуемо и даже не так трудоемко с точки зрения вычислительного процесса.

Однако есть вероятность, что сложный внешний вид формулы и невозможность оценить по ней «на глазок» будет препятствием для заключения таких сделок. Их будут считанные единицы, и такого рода операции — негарантированные сделки — брокер будет осуществлять для одного какого-то крупного клиента. Это может превратиться в отдельный бизнес, и не ритейловый.

Но, наверно, никому и не надо применять негарантированные расчеты в массовом порядке?

Андрей Салащенко. Ты сейчас говоришь о негарантированных расчетах как о немассовых сделках. Мы же понимаем под негарантированными расчетами фактически любую сделку T+n, которая является внебиржевой и не задействует центрального контрагента, и брокер не может гарантировать ее исполнение.

Максим Позняк. Если сам брокер или центральный контрагент не гарантирует риск, то это означает, что брокер не хочет и не может нести этот риск и перекладывает его на клиента.

Андрей Салащенко. То есть твоя идея заключается в том, что ты предлагаешь некоторые расчеты признать гарантированными, если брокер гарантирует исполнение со своей стороны — не важно, как мы это просчитаем.

Максим Позняк. Да, потому что брокер может сам гарантировать сделку, так как ему виднее качество контрагента.

Андрей Салащенко. Но если говорить об общих принципах, то как должна выглядеть модель? Какие ты предлагаешь учесть негарантированные расчеты?

Максим Позняк. Мы учитываем худший вариант, то есть если ты не получишь того, чего ждешь по сделке, то твои обязательства по другим сделкам могут переоцениться в сторону увеличения. И наоборот, если тебе не удалось поставиться по сделке, то твой актив может переоцениться в сторону уменьшения. В формуле риск роста и риск падения оценивается на альтернативной основе, то есть они не суммируются по каждому инструменту.

По поводу срочного рынка я бы еще хотел отметить, что технологически его ввести в формулу архисложно. «Линейные» инструменты положить в один котел труда не составляет — фьючерсы, форварды. А вот гораздо сложнее «притащить» опционы, чтобы это была не вероятностная оценка, а более, скажем так, арифметическая. Я, например, сейчас даже не готов сказать, как это сделать.

Андрей Салащенко. Была попытка в каком-то виде начать оценивать риски по опционам, когда писали приказ для управляющих. Работу-то начать можно, другой вопрос — в состоянии ли мы предложить адекватное решение за небольшой по времени срок?

Вадим Федеев. У меня по поводу срочного рынка такое мнение: внебиржевой рынок и срочный — это не одно и то же. Сделка на срочном рынке, риски по которой покрыты отдельным обеспечением, риск всего портфеля не увеличивает, потому что она закрыта другими активами. А сделки на внебиржевом рынке влияют на реальные риски портфеля.

Давайте определимся, будем ли мы делать универсальную формулу, которая позволяет просчитывать все, в том числе и «сложные» сделки, как бы исходя из того, что «Земля круглая»? Или из предположения, что есть какая-то возможность применить более грубое, но более простое регулирование? Которое, конечно, будет более жестким. Для 95% клиентов, у которых не будет «сложных» сделок, модель «плоской Земли» выглядит совершенно пригодной и более понятной.

Максим Позняк. То есть она превращается в «плоскую» для простых клиентов.

Андрей Салащенко. Нет проблем «схлопывать» периодически формулу в «плоскую модель» для 95% процентов клиентов. Мы как раз хотим сделать так, чтобы не загнать себя в слишком жесткие рамки.

Джаннат Тухтаева. Если мы будем так рассчитывать, то себя же и загоним в более жестокие рамки.

Вадим Федеев. Такое более жесткое регулирование есть у банков. Есть риск контрагента, который рассчитывается. И он никак не коррелирует с риском падения, рассматривается независимо. Это тот случай, который Максим учел в своей формуле, чтобы риск рассматривался совокупно и на альтернативной основе. В банковском регулировании риск не рассматривается на альтернативной основе. В Базельских нормативах при простом подходе тоже не рассматривается, единственное — там все живет в парадигме, так что все дисконты для бумаг находятся в разумных пределах, никогда не выходящих за 100%.

А если мы будем подходить с общей точки зрения, математически, то есть принимать любой случай как возможный, когда дисконт по бумаге может быть и 200, и 300%, то тогда предлагаемая Максимом модель для «шорта» является более справедливой. Соответственно, эта справедливая модель является более сложной.

Соответственно, почему бы не дать брокеру выбор: возможность либо рассчитывать просто, но более жестко, либо, для продвинутых брокеров, которые готовы это все рассчитывать в режиме онлайн и имеют такие возможности, — применять усложненную модель расчетов, которая даст клиенту дополнительную выгоду. Мне кажется, стоит подумать в этом направлении.

Джаннат Тухтаева. Это зависит от категории и качества клиента.

Анна Кузнецова. Это может зависеть и от категории брокера.

Вадим Федеев. И от того, готов ли брокер реализовывать у себя какие-то более сложные алгоритмы. Потому что будет компромисс между скоростью и «справедливостью», кому что важнее.

Андрей Салащенко. Давайте просуммируем: предлагается закрепить две возможные модели — сложная и более легкая, которая может являться составной частью более сложной. Регулятор должен допустить, что если брокер не использует сложную модель, то он себя и клиента загоняет в более жесткие рамки. Таким образом, более адекватной будет «сложная» модель, которая учитывает все риски, и жить становится лучше, чем даже сейчас. Кто-то из сидящих здесь возражает против этой идеи?

Светлана Зайцева. При вводе таких формул в нормативные документы брокеру придется серьезно задуматься над тем, каким образом преобразовать данные вычисления в понятный для клиента алгоритм.

Вадим Федеев. Конечно. У клиента должны быть понимание и мотивы заключать те или иные сделки.

Светлана Зайцева. Брокер, который разработает систему риск-менеджмента, позволяющую в соответствии с предложенным вариантом производить расчет уровня маржи при предоставлении услуги по заключению сделок на условиях «негарантированных расчетов», должен будет разъяснить условия работы с заемными средствами клиентам, использующим такого рода расчеты. Это будет сделать непросто. Тогда представьте, что брокер — «продвинутый», работает по сложной формуле, и к нему приходит обычный клиент. Как брокер по сложной формуле будет ему объяснять — как происходит кредитование, когда он закрывается?

Вадим Федеев. Ведь если клиент не делает «сложных» сделок, то формула упрощается.

Светлана Зайцева. Мы только что говорили, что выбор формулы зависит от категории брокера, а не категории клиента.

Джаннат Тухтаева. Брокер и выбирает для каждого клиента модель.

Максим Позняк. Вся сложная часть формулы — это только для негарантированных расчетов. Для простых сделок эта ее часть просто умножается на ноль.

Светлана Зайцева. То есть сам брокер разрабатывает несколько доступных пониманию клиентов вариантов расчета уровня маржи?

Максим Позняк. Можно клиенту написать три варианта формулы и объяснить: это самая простая, эта сложнее, а эта, самая сложная, — про негарантированные расчеты.

То есть я предлагаю использовать одну и ту же формулу, которая упрощается для простых случаев. Что предлагает Вадим — чтобы для простых случаев вместо большой формулы придумать сразу покороче, но "грубее". И для сложных случаев в принципе можно использовать не сложную, а простую, но выгоды будет меньше, она будет для клиента жестче. На мой взгляд, в ряде случаев неоправданно жестче.

Вадим Федеев. Проблема еще в том, что расчет по сложной формуле требует больше затрат в технологическом плане, потому что постоянно необходимо по всем параметрам формулы пересчитывать все позиции.

Максим Позняк. Когда я проверял формулу, я понимал, что все расчеты должны происходить онлайн, а чтобы это было быстро, это должно исключать расчеты с нуля и «бег» по всем сделкам и выискивание цен. Механизм такой — каждая сделка должна прибавляться к какой-то сумме. Например, есть пять различных сумм, и каждая сделка делает в них какие-то изменения. В любой момент времени композиция этих пяти сумм дает тебе правильный результат. Это реализуемый в онлайн подход.

Анна Кузнецова. Я бы Вадима поддержала, мы сейчас не считаем дисконты в онлайне, а публикуем раз в минуту по всем бумагам.

Вадим Федеев. Онлайн может очень сильно перегрузить фронт-офисные системы. Поэтому я и предлагаю оставить возможность двух подходов, когда один вообще не требует онлайн-просчета. Грубо говоря, все позиции по негарантированным сделкам рассчитываются на полдня вперед в офлайне, фиксированная сумма риска вычитается из обеспечения.

Максим Позняк. Я не могу с тобой согласиться. Нельзя же пренебречь претрейд-контролем. Тебе все равно придется проверять каждую сделку.

Вадим Федеев. Но сделка с негарантированными расчетами — это не та сделка, которая должна быть обсчитана и проверена за миллисекунды. Это сделка, которая заводится через деск и по которой есть время просчитать, какой риск она привнесет.

Максим Позняк. Да, и это нужно сделать перед ее заключением. Ты сказал, что для некоторых сложных сделок скорость не нужна, но это не значит, что этого можно не делать онлайн.

Вадим Федеев. Все риски по внебиржевым сделкам вполне допустимо, на мой взгляд, рассчитывать перед началом торгов, заложить на них дисконт изменения цен и вычесть из активов определенную сумму покрытия. Естественно, мы меняем эту сумму, только когда сделка рассчитывается или заключается новая. Сделки, которые заключены когда-то и рассчитываться сегодня не будут — почему не считать по ним риск фиксированным?

Максим Позняк. Я могу предложить компромисс: для того чтобы учиты-

вать операции так, как ты предлагаешь, это надо делать на разных клиентских счетах. Один — для “быстрых” расчетов, другой — для внебиржевых.

Джаннат Тухтаева. Зачем тогда брокеры переходили на единый счет?

Максим Позняк. Если ты рассчитаешь единым образом, то тебе придется на каждую биржевую сделку считать результат исполнения всех внебиржевых.

Джаннат Тухтаева. А зачем считать риски по сделкам, которые рассчитываться будут потом?

Максим Позняк. Потому что риск появляется в момент заключения, а не исполнения сделки. В момент расчетов ничего не меняется.

Джаннат Тухтаева. Но тогда мы усложним жизнь и себе, и клиенту.

Андрей Салащенко. Коллеги, а может, действительно, мы постараемся решить проблему через категории клиентов?

Светлана Зайцева. Безусловно, клиенты есть разные, и необходимо вводить определенные критерии, по которым клиентов можно будет отнести к разным категориям, в зависимости от которых предоставлять определенные услуги и оценивать риски при предоставлении услуги маржинального кредитования. Сейчас такие категории уже существуют. Каким образом они должны быть переработаны, а также должны ли они быть четко зарегулированы или оставлены на усмотрение брокера, вопрос сложный, требующий более детальной проработки.

Джаннат Тухтаева. Мы предлагали разбить клиентов на три категории. Одним мы серьезно ограничиваем риски. Есть «средние» клиенты, относительно опытные, но не профессиональные, и наконец есть профессиональные клиенты, которым, как мы понимаем, можно разрешить все. К третьей категории клиентов относятся, например, международные фонды. Разрешать или не разрешать клиентам третьей категории определенные операции, оставить на усмотрение брокера.

Андрей Салащенко. С учетом ограничений, о которых мы договоримся с регулятором.

Максим Позняк. И обязательно очень жесткий ценз на таких клиентов, чтобы их никогда не было много. Чтобы нельзя было выдать свежесозданный кипрский офшор за такого клиента.

Светлана Зайцева. В чем разница между «средним» клиентом и клиентом с максимальными ограничениями? Где эта грань?

Андрей Салащенко. Важнее вопрос — нужна ли третья категория, и любопытный вопрос — как их выделить. Это как раз клиенты, которые не занимаются сделками на нашем организованном рынке. У них все операции идут как внебиржевые, на которые сейчас маржинальное регулирование не распространяется, потому что они совершают не T+0 и имеют расчеты «не сегодня».

Джаннат Тухтаева. Это в основном западные брокеры и фонды.

Максим Позняк. «Профессиональная часть», потому что профессиональный оборот сейчас делается на внебирже.

Андрей Салащенко. Первая категория — это аналог нынешних ритейловых клиентов, которым сейчас разрешена маржиналка один к одному. Есть вторая категория — это аналог текущих клиентов с повышенным уровнем риска. Мы добавляем сюда еще вопросы, связанные с внебиржевым рынком, вопросы, которые перекрывают возможности для серьезных профессиональных клиентов — и мы должны создать третью категорию — например для тех, кто торгует на бланковых лимитах.

Джаннат Тухтаева. Мы говорили о том, что в принципе расширяем список ценных бумаг, а все остальное — на усмотрение брокера, то есть брокер определяет — для какой категории клиента они подходят.

Вадим Федеев. Все равно мы должны это количество ограничить, как и сейчас, — например, списком ценных бумаг, соответствующих критериям. Их сейчас порядка 30, тем не менее реально в обеспечение брокер принимает 20-25 бумаг, а в каких-то случаях — 10. Это тот случай, когда разрешенный список сужается до приемлемого для брокера.

Для первой и второй категории клиентов должен быть более узкий список ценных бумаг, для профессионального клиента список бумаг, принимаемых в обеспечение, разумеется, будет более широким. И у каждой категории клиентов по своим бумагам есть свой набор дисконтов. И это и есть основной инструмент регулирования риска на каждого клиента — список и дисконт.

Анна Кузнецова. А что мы будем думать, если мы всеми бумагами начнем торговать на T+? Я призываю вас не завязываться только на ту концепцию T+, которую вы видели.

Андрей Салащенко. Не «завязаться» ли нам при определении списка ликвидных бумаг на ту методику, которая сейчас применяется при оценке манипулирования?

В настоящий момент есть два списка ликвидных бумаг. Один — маржинальный, другой — который тоже делается биржей для целей противодействия манипулированию ценами.

Кстати, коллеги, давайте еще поговорим о том, как мы сами дисконты будем считать.

Вадим Федеев. Я не вижу ничего плохого, если дисконты по неликвидным бумагам будут установлены в абсолютных значениях, как сейчас — 50, 25, 35.

Максим Позняк. Эти дисконты сейчас тебя устраивают, потому что есть возможность вывести это все в Т+ на внебирже и «преодолеть» и 50, и 35. Пока есть слишком жесткие 50%, но они не распространяются на все сделки, с этим как-то можно жить. Если регулирование распространится на все сделки, то для профессиональных клиентов это будет неприемлемо. Поэтому мы начинаем думать и о гибких скидках. Потому что если это распространить на все сделки, оборота не будет.

Вадим Федеев. Но ведь никого не смущает, что в инструкции ЦБ РФ в том же Базеле тоже стоят абсолютные цифры.

Максим Позняк. Это все-таки банки, там это оправданно.

Для брокеров ФСФР может делегировать установление этих цифр клиринговой организации.

Вадим Федеев. Как установить эти цифры по неликвидным бумагам, где нет цен, нет сделок?

Андрей Салащенко. Альтернатив установления абсолютных цифр по неликвиду куча. Если опять же взять пример оценки существенных отклонений для недопущения манипулирования, то есть методика опроса 20 экспертов, на основании чего определяется усредненная величина таких отклонений.

Анна Кузнецова. Но сказать, что такая методика от всего спасает, тоже нельзя.

Вадим Федеев. Но как оценивать, если вообще нет сделок по бумаге?

Анна Кузнецова. Я бы вообще не говорила бы более чем о 100 бумагах. И у каждого брокера должен быть свой список под короткие позиции. Причем в этой сотне есть и облигации, которые можно брать в обеспечение.

Андрей Салащенко. Почему нужно делать дисконт фиксированным на долгое время? Ведь наша задача — сделать регулирование максимально гибким. Минимальное время на внесение изменений в приказ, если там будут фиксированные дисконты — 3-4 месяца. Сейчас ограничительный уровень — 50%, и если это перекинется на все бумаги — чем будет лучше-то?

Вадим Федеев. Я говорю про широкий список, который доступен только профессиональным клиентам.

Максим Позняк. Но их же брокер не будет кредитовать.

Светлана Зайцева. Брокер может заключать договоры купли-продажи ценных бумаг на условиях комиссии, по которым сам брокер несет обязательства по исполнению условий договора перед контрагентом. Либо заключать договоры на условиях поручения. По таким договорам обязанности по проведению расчетов возникают непосредственно у самого клиента.

Учитывая тот факт, что иностранные фонды негативно относятся к хранению актива непосредственно у брокера, очевидно, что внебиржевые сделки для такой категории клиентов будут заключаться на условиях поручения.

Джаннат Тухтаева. Действительно, если мы говорим про очень крупные банки, то они никогда не будут работать с брокером ни по договору комиссии, ни по договору поручения.

Андрей Салащенко. А кто вообще считает, что сделку по договору поручения нужно обязательно загнать под регулирование?

Светлана Зайцева. Обслуживание такой категории клиентов потребует проработки дополнительных схем расчетов от брокеров.

Анна Кузнецова. В соответствии с нашими правилами сделки можно заключать только по договору комиссии. Но для западных фондов есть и еще одна история: даже если они придут на организованный рынок, то торговать они привыкли, в том числе и на LSE, без первоначальной маржи. Мы-то ее будем брать, а это значит, брокеру придется ее закрывать.

Андрей Салащенко. Тогда у меня вопрос такой: вы будете этих ребят пытаться запустить на Т+ напрямую?

Джаннат Тухтаева. Даже если мы будем пытаться, это вряд ли к чему-то приведет. Они привыкли рассчитываться не в нашем депозитарии, и у меня большие сомнения, что сейчас что-то поменяется. Хотя, конечно, если бы поменялось, это очень бы облегчило всем жизнь

Андрей Салащенко. Но если кто-то все-таки решит хранить средства у брокера, придется использовать нашу новую маржиналку.

Джаннат Тухтаева. Кстати, в третьей категории клиентов у нас не только иностранные банки, но и иностранные брокеры. И для них тоже надо создать комфортные условия, а не только для иностранных фондов.

Вадим Федеев. Брокеры бывают разного размера. Если брокер такой же, как фонд, то какая разница?

Джаннат Тухтаева. Тогда о каких размерах идет речь?

Анна Кузнецова. И мы как — опять абсолютное значение дисконта должны придумать?

Андрей Салащенко. Нет смысла думать о критериях, если у нас нет пока решения, нужна ли такая третья категория.

Как закрывать stop-loss

Андрей Салащенко. Помните, был проект документа, где было написано, что если в течение часа «провалился», нужно закрыть позицию. Давайте обсудим — какие принципы закрытия клиентов должны быть?

Вспомните ситуацию в кризис, когда биржу закрывают, все валится — людям надо бы иметь возможность не закрывать позицию в течение какого-то длительного времени. Нужно ли заставлять закрывать позиции независимо от ситуации на рынке, в течение, например, одного-двух дней или торговых периодов?

Мария Соколова. Логичнее сделать какие-то послабления для кризисных ситуаций, потому что не хочется снова видеть эффект домино, который мы все наблюдали, когда все участники пытаются закрыть клиентов, потому что они боятся нарушить требования регулятора.

Но надо понимать, что брокеры сами заинтересованы в том, чтобы закрыть клиентов, чтобы не было ситуации, что обеспечение обесценится настолько, что брокер потеряет сам. Наверное, стоит дать брокерам возможность не закрывать в срочном порядке, но рассчитывать, что все будут ради блага рынка сохранять позиции, не стоит.

Предлагались разные сроки закрытия, например, стандартный срок — полдня — увеличить до одного дня, от того момента, как у брокера появляется необходимость закрытия до того, как задолженность уже не будет покрыта обеспечением.

Джаннат Тухтаева. Если вспомнить 2008 год, то дня тоже не хватит. Практика показала, что на это ушли недели.

Мария Соколова. В формулировку предлагалось вставить оговорку, что при закрытии биржи этот срок продлевается на тот срок, на который торги были закрыты.

Максим Позняк. Регулирование должно быть таким, что в сложной ситуации различий между «хочу сам» и «требует регулятор» не было. А вот системный риск брокера, который не закрывает клиента, потому что у него уже проблемы — такой риск у нас в этом случае появится.

Андрей Салащенко. Но для этого риска, я думаю, мы уже ничего в этом приказе придумать не сможем. Это мониторится уже по-другому.

Еще один вопрос: регулятор отмечает, что все закрывают клиентов в том порядке, в котором им хочется. Можно и нужно ли установить какие-то требования к тому, в каком порядке закрывать клиентов? В простой ситуации все понятно — клиент «вывалился» — его закрывают. А если это сразу 100 человек?

Разумно ли написать, например: закрытие в порядке «пробивания» 25%, или важнее по другим параметрам?

Джаннат Тухтаева. Важнее тогда уж по объему позиции.

Андрей Салащенко. Это значит, что маленькие клиенты заведомо находятся в более проигрышной ситуации? Ведь когда будут закрывать крупного, все еще сильнее обвалится, и он получит еще более плохую цену.

Мария Соколова. Мне кажется здесь другой вопрос. Насколько утяжелится работа брокера, если мы введем какой-то жесткий порядок закрытия клиентов.

Джаннат Тухтаева. И потом, когда возникнет кризисная ситуация, брокер будет еще дополнительно терять время на то, чтобы выстроить свои действия в строгом соответствии с порядком.

Максим Позняк. Или выяснится, что всех успешно закрыл, да не в том порядке. И что делать?

Мария Соколова. И невозможно предугадать, как этот порядок писать, потому что падение может быть медленным, и тогда брокер, скорее, «подождет» с крупными клиентами и закроет сначала мелких, а при быстром падении, скорее, закроет сначала крупных, чтобы обезопасить себя от крупных потерь.

Светлана Зайцева. Я соглашусь, что порядок закрытия необходимо оставить на усмотрение брокера. Возможно обязать брокера определить данный порядок в договоре с клиентом.

Андрей Салащенко. Общее мнение участников круглого стола понятно. Тогда давайте в конце обсудим, сколько времени нужно брокерам на то, чтобы имплементировать новое регулирование?

Светлана Зайцева. Приемлемый срок — полгода с момента утверждения технологической схемы и нормативных документов биржей.

Мария Соколова. Не надо забывать, что пока не будет опубликованного текста, никто не даст гарантий, что схема не поменяется, и начинать под это какие-то технологические разработки никто не будет.

Андрей Салащенко. Коллеги, большое спасибо за участие в дискуссии. Что же, продолжим работать и готовить регулятору предложения от индустрии. ◻

$$R_i = Max\left(R_i^{D+} + R_i^{PnL-}, R_i^{D-} + R_i^{PnL+}\right);$$

$$A = \sum_{i=0}^{I} S_i; \quad R = \sum_{i=0}^{I} R_i$$

$$A_{vacant} = A - R \geq 0; \quad R^{\%} = \frac{A_{vacant}}{A};$$

где

R_i – *совокупный риск в i-ом инструменте,*

A – *текущая рыночная оценка средств обеспечения,*

R – *текущая рыночная оценка риска портфеля,*

A_{vacant} – *оценка свободного обеспечения,*

$R^{\%}$ – *относительная оценка риска.*

Алексей Тимофеев
председатель Правления НАУФОР

Отказ от амбиций?

Существуют важные причины, по которым регулирование рынка ценных бумаг в России должно остаться в отдельном самостоятельном органе

Формат регулирования фондового рынка может поменяться: Правительство РФ вышло с инициативой передачи всех функций ФСФР России Центральному банку. Последствия формирования такого объединения анализирует председатель Правления НАУФОР Алексей Тимофеев.

— Алексей Викторович, как вы оцениваете перспективу создания на российском фондовом рынке единого мегарегулятора путем передачи Центральному банку функций ФСФР?

— Само по себе создание мегарегулятора не является новой идеей. Наш рынок движется к этому около десяти лет. Мы уже строим мегарегулятор — на основе ФСФР России. Примерно год назад этот процесс почти завершился в его естественных границах: за пределами регулирования ФСФР остались кредитные организации и некоторое количество полномочий по регулированию негосударственных пенсионных фондов. Объединение регулирования небанковских кредитных организаций с банковским регулированием представляет определенную сложность. В настоящее время регулирование кредитных организаций осуществляет ЦБ и делает это неплохо. Передача регулирования банков в сферу полномочий ФСФР России была бы шагом назад от достигнутого уровня регулирования и надзора в отношении кредитных организаций. Это и является естественной границей для развития российского мегарегулятора.

Сейчас мы обсуждаем следующий шаг. И я надеюсь, что дискуссия еще продолжается, хотя мы и слышим, что принципиальное решение на этот счет уже принято. Если так, то очень жаль, поскольку в этом случае решение принято на основе полуторастраничного, достаточно тенденциозного доклада президенту. Итак, следующий шаг предполагает объединение регулирования банковских и небанковских организаций. Главный предмет дискуссии — на базе какого именно органа следует осуществлять это объединение. Объединение на базе ЦБ сопряжено с целым рядом рисков, присущих Центральному банку. Это и вызывает возражения.

— Министр экономики РФ Белоусов тоже против такого формата. Он говорит, что ФСФР соединяла в себе и нормотворческие, и контрольные функции, и в этом был определенный смысл. Но при переходе к новой конфигурации, считает Белоусов, можно создать конфликт интересов уже внутри Центрального банка, и его это настораживает. Давайте поговорим о конфликте интересов. Например, Центральный банк РФ является акционером Сбербанка. В результате, Сбербанк торгуется на бирже, а биржевой рынок регулирует как раз его акционер. Это правильный пример?

— Господин Белоусов говорит о том конфликте интересов, который он видит в сочетании регулирования рынка и надзора за ним же. Тот конфликт интересов, о котором говорите вы, — это конфликт еще более серьезный, являющийся специфическим для российского Центрального банка. Это отдельная, и очень важная причина, по которой именно в России регулирование финансового рынка не следовало бы объединять на базе Центрального банка. Российский ЦБ является одновременно собственником крупнейшей валютной и фондовой биржи, а также (в силу закона) — мажоритарным собственником одного из крупнейших участников финансового рынка, Сбербанка России, и этим он отличается от других центробанков мира. При этом ЦБ сам является активным и крупнейшим участником финансового рынка. Если вы добавите к этому функцию по регулированию и надзору, то обнаружите, что ни та, ни другая функция должным образом выполняться не будут — описанные роли конфликтуют между собой, мешают надзирать за теми организациями, собственником которых ЦБ является, мешают осуществлять эффективный надзор, поскольку ЦБ, будучи сам участником фондового рынка, конкурирует с другими его участниками.

— Тогда каков выход из ситуации?

— Существуют различные способы распределения полномочий между государственными органами, их выбор зависит от цели, которую государство перед собой ставит. Существование отдельного органа, ответственного за развитие финансового рынка (в нашем случае ФСФР России) было гарантией того, что деятельности небанковских финансовых организаций уделяется должное внимание.

Дело в том, что один из рисков объединения регулирования всех видов финансовых услуг в ЦБ — примитивизация финансовой системы. Во-первых, может случиться чрезмерная унификация регулирования всех финансовых организаций, будут использоваться главным образом регулятивные приемы, доказавшие свою эффективность в отношении кредитных организаций, не годные в отношении других. Во-вторых, ЦБ не будет уделять должного внимания развитию небанковских финансовых организаций, — а развивать их нужно, если мы ставим перед собой задачу развития финансового рынка.

Тем не менее есть ряд полномочий, которые, на мой взгляд, могли бы быть переданы ЦБ. Мы могли бы пойти по пути Великобритании, которая с 2013 года передает в Банк Англии полномочия по пруденциальному надзору. У них сейчас завершается реформа системы регулирования. Суть этой реформы — в признании того, что FSA (с 2013 года этот орган будет называться FCA) не справился с задачей пруденциального надзора. Было решено, что лучшим местом для осуществления пруденциального надзора будет Банк Англии. Но пруденциальный надзор — это далеко не все полномочия, которые ассоциируются с деятельностью мегарегулятора. FCA остается мегарегулятором. Этот орган продолжит регулировать деятельность всех финансовых организаций, осуществлять надзор за их деятельностью, он сконцентрируется на защите интересов инвесторов.

ЦБ в России мог бы сконцентрировать в себе осуществление пруденциального надзора, подобно тому, как это собираются сделать в Великобритании. Не потому, что ФСФР не справилась бы с задачей пруденциального надзора. Дело в том, что даже если Служба справится с этой функцией, то все равно понадобится орган, в котором данные обо всех финансовых организациях должны объединяться в целях выявления системных рисков. Таким органом вполне может быть ЦБ.

— Каким образом объявленные перемены в регулировании могут сказаться на построении системы международного финансового центра в России?

— Будем откровенны. Я считаю, что подобное перераспределение регуляторных функций — наиболее эффективный способ закрыть амбициозный проект создания международного финансового центра. Эта задача выводится из-под юрисдикции Правительства РФ, а затем и вовсе снимается с повестки дня передачей ответственности ЦБ.

Сейчас только сигналы, демонстрирующие интерес государства к развитию финансового рынка, и готовность государства обсуждать этот проект с участниками рынка позволили бы надеяться, что тема МФЦ имеет шанс на существование.

— Можно ли принять решение, которое не приведет к негативным результатам? Как говорят эксперты, уже к марту 2013 года мегарегулятор должен заработать. Какие шаги нужно предпринять, чтобы выстроить все правильно?

— Нужно продолжать дискуссию о плюсах и минусах того или иного подхода, рассмотреть альтернативные решения. Мы, скажем, не рассматривали альтернативной идеи — передать Центробанку не все полномочия, а только пруденциальный надзор. ФСФР

России удовлетворительно осуществляет надзор за деятельностью компаний и защиту интересов инвесторов. Слабым местом Федеральной службы является пруденциальный надзор. Если бы мы взялись решать проблемы, которые действительно стоят перед нашим рынком, являются реальными проблемами регулятивной системы, то, возможно, реформа регулирования могла бы ограничиться только областью пруденциального надзора. Так давайте это обсуждать. В Великобритании на это обсуждение ушло несколько лет. В России, боюсь, решение может быть принято меньше чем после месяца дискуссии.

— Что сейчас происходит на рынке IPO?

— На повестке дня много серьезных изменений в финансовом законодательстве. Одно из них — упрощение процедуры IPO. НАУФОР в сотрудничестве с рабочей группой по созданию международного финансового центра под руководством Волошина и ФСФР России подготовила соответствующие поправки. Поправки поступили в комитет Госдумы. Мы верим, что они могут быть приняты в этом году. Тогда уже начиная со следующего года можно будет создать регулятивные условия для оживления процесса IPO.

Кроме того, есть еще две инициативы, которые было бы крайне своевременно реализовать в этом году. На мой взгляд, они являются принципиальными, поскольку стимулируют интерес граждан к операциям на фондовом рынке. Это введение инвестиционных счетов в России и освобождение от налога доходов граждан от реализации ценных бумаг, которыми они владеют более трех лет.

— Вы ведете ожесточенную дискуссию с регулятором относительно требований к капиталу профучастников. Каковы результаты?

— Эта дискуссия стала вечной. Даже не знаю, завершим ли мы ее когда-нибудь. Тем более сложно спорить о таких вещах на фоне дискуссии о передаче полномочий от одного органа другому. Я не знаю, с кем должен буду продолжить эту дискуссию — с Минфином, который стремится сохранить за собой функции регулирования, или с Центральным банком, который стремится получить такие функции.

Интервью подготовлено редакцией телеканала Россия-24 ◻

Виктор Коновалов
заместитель директора «Интерфакс-ЦЭА»

В боковом диапазоне

Рынок акций РФ в августе не смог продемонстрировать яркую динамику под влиянием противоречивых внешних факторов

Рост российского индекса S&P/IFCI в августе составил 1,65% (9-й результат из 21 фондового индикатора emerging markets), бразильский рынок вырос на 1,2%, индийский — на 0,4%, а китайский рынок снизился на 2,6%. Наилучшие же результаты по итогам месяца показали фондовые рынки Чехии (+13,4%), Египта (+9,1%) и Польши (+4,6%).

По итогам первых восьми месяцев 2012 года фондовый рынок России оказался в группе аутсайдеров с показателем роста всего в 4,1%.

Отечественный рынок оказался в «середнячках» среди emerging markets, для которых агентство Standard & Poor's рассчитывает страновые инвестиционные индексы S&P/IFCI.

Если брать итоги первых восьми месяцев 2012 года, то здесь фондовый рынок России оказался в группе аутсайдеров с показателем роста всего в 4,1% (6-й результат с конца), бразильский рынок при этом снизился на 4,1%, в то время как фондовый рынок Индии вырос на 7,9%, Китая — на 0,9%.

Рынок акций РФ большую часть августа провел в «боковике»

Российский рынок акций практически весь август провел в боковом диапазоне, ожидая более активных действий мировых центробанков, прежде всего Федерального резерва США и Европейского центробанка, относительно новых мер стимулирования экономики. В последний день месяца, когда глава ФРС США Бен Бернанке выступил с ежегодным докладом в Джексон-Хоуле, рынок также не получил четкого сигнала.

В результате индекс РТС по итогам месяца вырос всего на 0,9% — до 1389,7 пункта, а индекс ММВБ прибавил в августе 1,1%, поднявшись до 1422,9 пунктов. По итогам первых восьми месяцев 2012 года рост индекса РТС составил 0,57%, а рост индекса ММВБ — 1,47%.

После того как в начале месяца индекс ММВБ упал ниже 1400 пунктов из-за того, что ФРС и ЕЦБ на своих очередных заседаниях не стали объявлять о новых мерах стимулирования экономик, все мировые рынки, в том числе и российский рынок акций, перенесли свои ожидания на конец августа. И фактически весь месяц рынки жили в раздумьях, будут ли объявлены новые меры стимулирования в Джексон-Хоуле, где первоначально ожидалось выступление не только Б. Бернанке, но

В этой статье:

Ответ рынков на действия регуляторов.

Действия отечественных инвесторов.

Рынок российских евробондов.

и главы ЕЦБ Марио Драги (впоследствии он отказался от участия в этой конференции).

1 августа ФРС не стала объявлять о новых мерах стимулирования, а лишь оставила ставку на прежнем уровне от нуля до 0,25% годовых и вновь подтвердила, что исключительно низкий уровень процентных ставок будет поддерживаться по крайней мере до конца 2014 года.

Реакция на неизменность ставок Банка Англии и ЕЦБ оказалась нейтральной, но после первых заявлений на пресс-конференции главы ЕЦБ на рынках начались распродажи акций. По словам М. Драги, высокая доходность гособлигаций неприемлема, евро нельзя упразднить, ЕЦБ может пойти на прямые действия на открытых рынках, а правительства еврозоны должны приготовиться к использованию EFSF. Между тем ничего не было сказано о третьем раунде дешевого долгосрочного кредитования — LTRO.

Эмоциональная реакция рынков на бездействие ЕЦБ быстро улеглась, и на рынках наметился отскок, поддержанный статистикой из еврозоны и США, что вернуло индекс ММВБ выше отметки 1420 пунктов. Дальнейшее восстановление рынков шло на ожиданиях выхода еврозоны из кризиса. В частности, оптимизм вызвали новости в отношении Греции: представители «большой тройки» (МВФ, ЕЦБ и Европейская комиссия) заявили, что предпринимаемые греческим правительством попытки, направленные на выполнение условий предоставления стране финансовой помощи, были «продуктивными». Миссия «тройки» вернется в Афины в начале сентября, чтобы продолжить обсуждение греческих проблем. Кроме того, росту способствовали ожидания начала скупки Европейским центробанком долговых бумаг проблемных стран еврозоны, включая бумаги Испании и Италии.

Но сильного роста не получилось, так как в Германии вышла слабая статистика (промышленное производство в июне упало сильнее ожиданий), а Банк Англии понизил прогноз роста ВВП на 2012-2013 годы и заявил о том, что темпы роста потребительских цен в следующие два года будут ниже целевого уровня из-за кризиса в еврозоне, а также из-за негативного влияния на спрос мер бюджетной экономии. В свою очередь рост экспорта в Китае замедлился в июле до 1% по сравнению с 11,3% месяцем ранее при прогнозах роста на 8%. Объем импорта в страну за тот же период увеличился на 4,7% с июньских 6,3% против ожидавшегося подъема на 7%. Положительное сальдо китайского внешнеторгового баланса неожиданно сократилось в июле до 25,1 млрд долларов с 31,7 млрд месяцем ранее (ожидался рост профицита до 35,2 млрд долларов).

Выступление Бернанке в Джексон-Хоуле

В середине месяца рынок консолидировался в районе психологического рубежа 1450 пунктов по индексу ММВБ, не найдя поводов ни для дальнейшего роста, ни для ощутимой коррекции после летнего ралли. Поддержку рынку оказывали сохраняющиеся ожидания новых мер стимулирования экономик мировыми центробанками.

ВВП Германии во втором квартале увеличился на 1% в годовом выражении при прогнозах роста на 1,1%. Инфляция в Великобритании в июле ускорилась при прогнозах замедления. Снижение ВВП еврозоны во втором квартале на 0,2% совпало с ожиданиями. Индекс делового доверия в Германии ZEW в августе упал до минус 25,5 пункта с минус 19,6 в июле, тогда как ожидалось повышение до минус 19,3 пункта. В Англии розничные продажи выросли в июле на 0,3% при прогнозах снижения на 0,1%. Оценка июльской инфляции в еврозоне была оставлена на уровне 2,4%, как и ожидалось.

Локальное давление на мировые рынки оказали статданные из Японии и заявление президента ФРБ Атланты Денниса Локхарта о том, что дополнительное стимулирование экономики США Федрезервом рискует оказаться избыточным и бесполезным. Отрицательное сальдо торгового баланса Японии составило в июле 517,4 млрд иен (6,5 млрд долларов), тогда как аналитики ожидали показатель на уровне 270 млрд иен.

Согласно опубликованным протоколам августовского заседания ФРС, денежные власти были уверены, что новое смягчение денежно-кредитной

политики потребуется экономике США «довольно скоро». Однако глава ФРБ Сент-Луиса Джеймс Баллард в интервью CNBC заявил, что протокол августовского заседания ФРС уже не является столь значимым, поскольку за последний месяц американская экономика продемонстрировала подъем. Таким образом, рынок вновь оказался без четкого понимания дальнейших действий денежных властей США.

Нерешительность отечественных инвесторов была также связана с неопределенной ситуацией вокруг Афин, поскольку встречи премьер-министра Греции Антониса Самараса с канцлером Германии Ангелой Меркель и другими европейскими лидерами не принесли конкретных результатов.

Инвесторы с нетерпением ждали публикацию 29 августа данных по ВВП США за второй квартал согласно второй оценке, в преддверии которых торговая активность сократилась. Неожиданным сюрпризом стало отсутствие поводов для формирования устойчивого тренда: данные по ВВП США совпали с прогнозом, показатель был пересмотрен до +1,7% с ранее опубликованных +1,5%. Статистика для рынка неоднозначная. Пересмотр показателя в сторону повышения был ожидаем, но все-таки улучшение ситуации в американской экономике негативно сказывалось на ожиданиях относительно QE3. С другой стороны, улучшение не столь значимое.

Снижение российского рынка акций в конце месяца было продиктовано нисходящим движением на большинстве мировых рынков капитала. Мировые инвесторы практически утратили надежду на то, что 31 августа глава ФРС объявит о новой программе количественного стимулирования экономики, что привело к активизации продаж рискованных активов. Публикация Федеральной резервной системой очередного регионального обзора Beige Book повысила сомнения инвесторов в том, что ФРС предпримет очередной раунд количественного стимулирования. В обзоре говорилось, что рост американской экономики продолжается, хотя и медленными темпами, при этом признаков резкого ухудшения конъюнктуры не наблюдается.

Глава ФРС, выступая на ежегодной конференции американского ЦБ в Джексон-Хоуле, заявил, что не исключает возможности запуска очередной программы выкупа активов для стимулирования роста экономики и сокращения безработицы, которая, по его словам, вызывает «серьезные опасения». «Затраты на нетрадиционные меры политики, если присмотреться, поддаются управлению, и это означает, что мы не должны исключать возможность дальнейшего использования таких мер в случае, если этого потребуют экономические условия», — цитировало его слова агентство Bloomberg.

Таким образом, Б. Бернанке ограничился стандартными для последнего времени фразами, не дав четких сигналов к началу новой программы стимулирования. Реакция мировых рынков на это выступление была практически нейтральной, так как инвесторы в последние дни месяца именно на такой исход и ставили.

Цены евробондов РФ в августе

Рынок российских еврооблигаций в августе вел себя волатильно — были и взлеты, и падения, но по итогам месяца цены практически всех выпусков отечественных евробондов продемонстрировали незначительные изменения. Котировки самого ликвидного — тридцатилетнего выпуска — снизились по итогам месяца всего на 0,17% (до 125% от номинала), а их спред к десятилетним US Treasuries сузился за месяц на девять базисных пунктов и 31 августа составил 152 базисных пункта. Доходность выпуска «Россия-30» по итогам августа снизилась всего на один базисный пункт и составила 3,07% годовых, в то время как доходность десятилетних казначейских облигаций США выросла за месяц на восемь пунктов, составив 31 августа 1,55% годовых.

Начало месяца было позитивным для сектора валютных госбумаг России — цены росли, обновляя исторические максимумы, на фоне сохранявшегося у инвесторов «аппетита к риску». В свою очередь цены US Treasuries снижались из-за низкого интереса к безрисковым активам. Пик роста отечественных евробондов пришелся на первую половину дня 7 августа, когда котировки тридцатилетнего выпуска достигали отметки 126,5% от номинала, а их спред к доходности базовых активов локально опускался до 120 базисных пунктов. Оптимизм инвесторов был сформирован ожиданиями действий мировых центробанков, прежде всего ФРС США и Европейского ЦБ по дальнейшему стимулированию экономики.

Локальную просадку котировок вызвало выступление глава ЕЦБ М. Драги по итогам ежемесячного заседания, который не смог укрепить доверие инвесторов посредством немедленных действий, направленных на поддержку экономики. По итогам августовского заседания ЦБ еврозоны оставил базовую процентную ставку без изменения (на уровне 0,75%) и не представил каких-либо новых мер по борьбе с долговым кризисом в еврозоне, на которые так надеялись инвесторы.

Обновив 7 августа исторические максимумы, цены отечественных евробондов стали снижаться из-за падающих котировок казначейских облигаций США, что в условиях заметно сузившихся суверенных спредов сыграло негативную роль для российских бумаг. В дальнейшем отрицательная коррекция российских еврооблигаций была усилена ухудшившейся ситуацией на мировых рынках капитала. Учитывая «перегретость» рынка, этого было достаточно

для существенной просадки котировок российских евробондов.

Негативным фактором для рынка выступила новость о том, что рейтинговое агентство Standard & Poor's ухудшило прогноз суверенного рейтинга Греции, который и так находится в спекулятивной, или «мусорной», категории, в связи с дальнейшим ослаблением экономики. Текущий рейтинг Греции от S&P — «CCC» — на восемь ступеней ниже инвестиционного уровня. Как говорилось в сообщении агентства, стране может понадобиться дополнительная помощь от международных кредиторов. При этом S&P отмечало возможность дальнейшего понижения греческого кредитного рейтинга. По прогнозам экспертов агентства, ВВП Греции сократится на 10–11% в течение 2012-2013 годов.

Новая волна снижения US Treasuries после публикации в США данных, оказавшихся лучше ожиданий аналитиков, вызвала падение и российских евробондов. Согласно опубликованным данным, объем розничных продаж в США вырос в июле на 0,8% по сравнению с предыдущим месяцем, тогда как эксперты прогнозировали повышение показателя лишь на 0,3%. Рост продаж без учета автомобилей в июле также составил 0,8%, тогда как аналитики ожидали подъема всего на 0,4%.

В начале третьей декады августа котировки еврооблигаций РФ вновь заметно выросли на фоне повышенного спроса иностранных инвесторов на российские госбумаги и роста стоимости американских казначейских облигаций. Основным мотивом для игры на повышение выступали позитивные ожидания инвесторов итогов предстоящих встреч европейских лидеров, в частности рынок активно обсуждал информацию о том, что программа бюджетной экономии для Греции, возможно, будет продлена на год. Кроме того, на рынке не прошла эйфория после публикации в германском издании новости о том, что Европейский

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

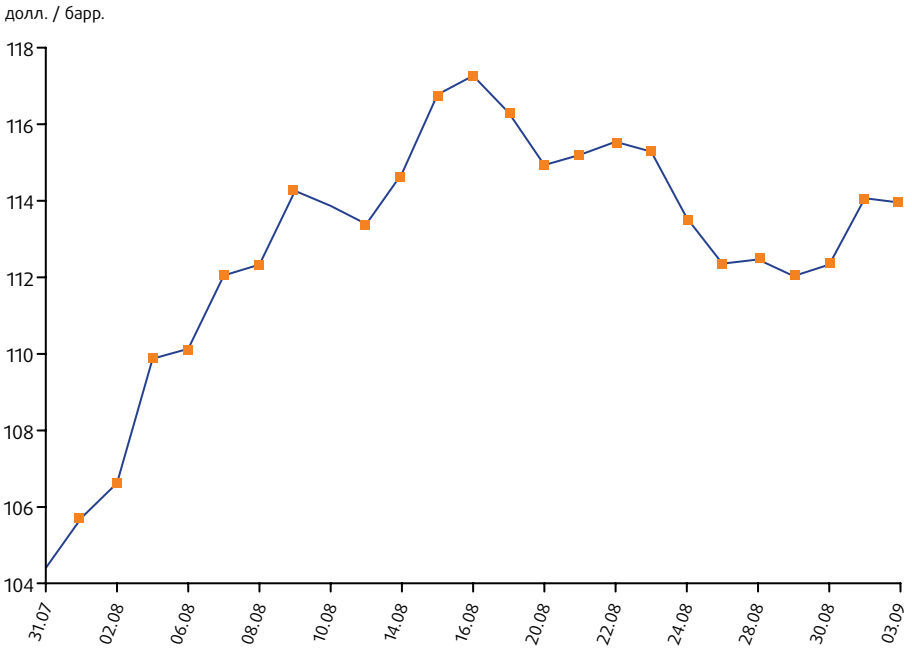
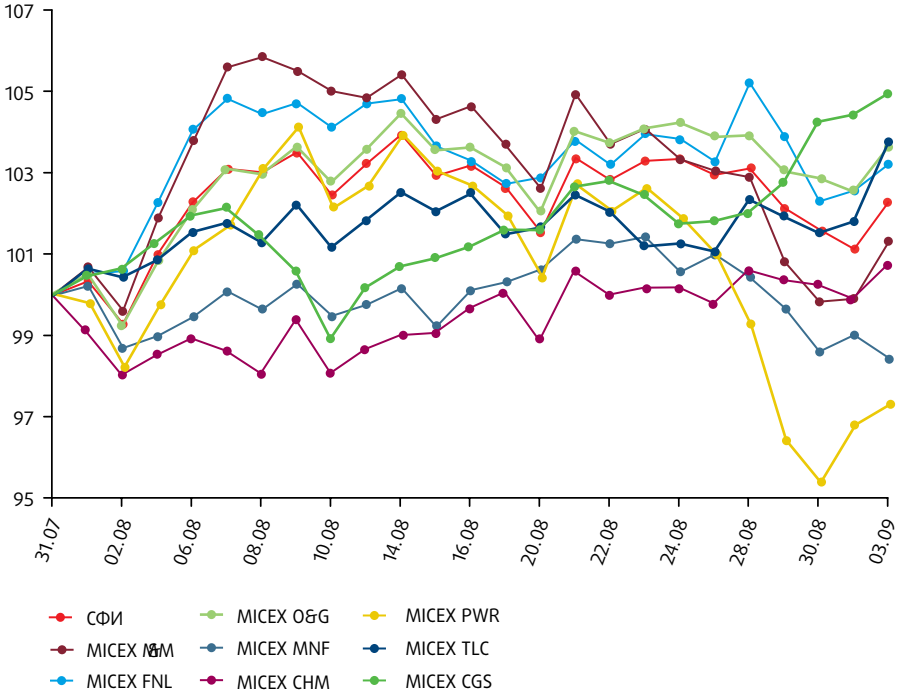


Рисунок 2. **Динамика сводного и отраслевых фондовых индексов ММВБ**



Источник: ММВБ.

центробанк будет контролировать спреды к европейским долгам.

Утром 23 августа рынок российских суверенных еврооблигаций открылся заметно выше уровней закрытия предыдущего торгового дня после публикации протокола заседания Комитета по открытым рынкам ФРС США, согласно которому многие его участники были настроены на принятие в скором будущем дополнительных мер по стимулированию экономики. Однако во второй половине дня настроение на мировых рынках «подпортили» заявления главы Федерального резервного банка Сент-Луиса Дж. Балларда относительно того, что протокол августовского заседания ФРС уже не является столь значимым, поскольку за последний месяц американская экономика продемонстрировала подъем. В результате котировки выпуска «Россия-30» вернулись к отметке 125% от номинала, возле которой и проходили колебания в последние дни месяца в ожидании выступления главы ФРС США в Джексон-Хоуле. ◻

Уважаемые читатели!

Со первого полугодия 2013 года подписку на журнал «Вестник НАУФОР» можно оформить помесячно через «Объединенный каталог «Пресса России», подписной индекс 27904.
Подписаться на журнал на полгода или год можно через редакцию, отправив купон по факсу (495) 787-77-75 или связавшись с нами по тел. 787-77-74, доб. 5226 (Миронова Татьяна).
Полугодовую или годовую подписку можно оформить также через каталог агентства «Роспечать», подписной индекс 79361.

ПОДПИСНОЙ КУПОН

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

Заполненный купон нужно отправить по факсу 787-24-85.
Счет за подписку выставляется после получения купона. Стоимость подписки на полгода/год для компаний-членов НАУФОР составляет 3390/6780 рублей, для иных организаций — 3570/7140 рублей. Подписка на электронную версию журнала (в формате pdf) стоит 3378/6756 рублей.

Илья Александров
Dr. iur., MBA (Finance), управляющий партнер компании «Александров и Партнеры»

Сроки. Качество. Признание и исполнение

Взыскание размера ущерба с немецкого контрагента: особенности ведения разбирательств с иностранным элементом

Читателю предлагается обобщенная практика рассмотрения споров с иностранным элементом, которые рассматривались как в формате международного коммерческого арбитража (далее — МКА), так и в государственных судах в России и в Германии — с участием немецких и российских контрагентов.

Предлагаем анализ особенностей ведения разбирательств в Международном коммерческом арбитражном суде при Торгово-промышленной палате Российской Федерации и в Арбитражном институте при Торговой палате Стокгольма, в также в сравнении — в Арбитражном суде города Москвы и в Земельном суде Франкфурта-на-Майне.

Совместно с нашими коллегами из Германии был проанализирован подход немецких государственных судов в рамках процедуры признания и обращения к исполнению арбитражных решений, к определению действительности и недействительности арбитражных оговорок, в которых не указано или неточно указано наименование компетентного международного арбитражного суда.

Сделанные выводы и обобщения в основном можно распространять на дела о взыскании ущерба с иностранных контрагентов, которые находятся в других государствах континентальной Европы.

Скорость арбитражного разбирательства

Позиция истца — взыскать размер ущерба с ответчика как можно более оперативно. Поэтому всегда существовала и продолжает существовать конкуренция в скорости рассмотрения дел как между государственными судами и международным коммерческим арбитражем, так и между отдельными международными арбитражными судами в разных странах.

Практика показывает, что с момента подачи искового заявления и оплаты арбитражного сбора в международном коммерческом арбитражном суде до момента получения составленного и подписанного арбитром или составом арбитров арбитражного решения проходит не менее ше-

сти календарных месяцев. Это общемировая тенденция, обусловленная положениями многих арбитражных регламентов постоянно действующих международных арбитражных судов. Но иногда, например, в связи с применяемой ответчиком тактикой затягивания спора срок арбитражного разбирательства может быть более продолжительным и составить более 12 календарных месяцев.

На первый взгляд, эти сроки гораздо более продолжительные, чем средний срок рассмотрения по делу, например, в Арбитражном суде Москвы.

Умышленное затягивание разбирательства в МКА

За последние годы нам довелось реализовать несколько десятков проектов в разных отраслях. В первую очередь сделки ВЭД, взыскание задолженности с иностранных и российских контрагентов-неплательщиков. Далее — организация финансирования инвестиционных проектов и согласования порядка урегулирования возможных инвестиционных споров. Несколько проектов в сфере слияний и поглощений, создания совместных предприятий с необходимыми арбитражными оговорками, расчет экономической эффективности бизнес-проектов. Интересными были проекты по реализации схем экспортного кредитования (где также применялись и арбитражные оговорки, и соглашения о подсудности).

Поскольку мы специализируемся на интеллигентном и неконфликтном сопровождении инвестиционных проектов, иногда режут глаз формат и стандарты работы некоторых коллег, в том числе иностранных.

Например, в период с марта 2011 по июль 2012 года мы представляли интересы клиента в Арбитражном институте при Торговой палате Стокгольма. Был успешно взыскан серьезный размер штрафных санкций по договору, прямой ущерб и упущенная выгода, расходы на услуги юридического представителя и уплаченный клиентом арбитражный сбор. Спор возник в связи с неисполнением немецким покупателем договора поставки товара — немец не подал судно под погрузку (условия поставки — FOB морской порт Санкт-Петербурга) и не открыл в банке аккредитив в пользу поставщика. Российский поставщик (наш клиент) желал взыскать с немецкого покупателя размер прямого ущерба — стоимость сверхнормативного хранения товара, штрафные санкции по договору займа и упущенную выгоду в связи с вынужденной реализацией спотовой партии товара по более низкой цене. Партия товара, которая была заранее приобретена в Российской Федерации клиентом, хранилась в арендованном терминале вблизи морского порта, ожидая подачи судна. Клиент также выплачивал своим партнерам проценты и санкции за несвоевременный возврат по договору займа, который был заключен для финансирования этой сделки с немцами.

Адвокаты ответчика, крупная иностранная юридическая фирма с офисом во Франкфурте-на-Майне, всячески старались затянуть процесс, несмотря на очевидную проигрышную позицию немецкого покупателя. Сначала долго и нудно оспаривали компетенцию Арбитражного института при Торговой палате Стокгольма. В тексте арбитражной оговорки в контракте на самом деле были недочеты — жаль, не мы изначально составляли текст этого документа. Затем немецкие юристы начали придираться к каждому документу по существу дела, которые направлялись арбитру. Отрицалось все. У немцев не осталось аргументов после того, как все же удалось прижать коллег к стенке документальными доказательствами и аргументами на основе электронной переписки. Однако адвокатам ответчика очень хотелось организовать и провести еще одно устное слушание по делу — и, несмотря на очевидную необходимость рассматривать дело на основании документов, своего удалось добиться.

Назначенный единоличный арбитр имел на руках все необходимые материалы, разобрался в обосновании заявленных исковых требований и ознакомился с позицией обеих сторон. Арбитр прочел хронологию развития событий в отношениях между российским поставщиком и немецким покупателем и назначил устное слушание по делу в Париже. Дело находилось на рассмотрении около 15 месяцев, что довольно долго и для обычных сроков рассмотрения в международных коммерческих арбитражных судах, не

говоря уже о государственном арбитраже.

Как представители истца мы постоянно ссылались на злоупотребление ответчиком своими процессуальными правами. Указывали на простой, по сути, кейс — покупатель не обеспечил перевозку и не выставил аккредитив; своим бездействием и нарушением сроков по договору вызвал дополнительные расходы на стороне поставщика, которые теперь должен возместить.

Тем не менее мы вынуждены были заниматься объяснением самых банальных вещей в стиле «белое — это белое, а черное — это черное, и никак не наоборот». Например, письмо, в котором ответчик признает факт невозможности выполнить обязательства по договору и сам предлагает истцу урегулировать вопрос компенсации причиненного вреда, немецкие адвокаты до последнего момента считали не чем иным, как «уведомлением от ответчика об одностороннем расторжении договора в связи с низким качеством топлива». И выстраивали на этом всю позицию защиты.

Ответчик, видимо, ожидал, что же произойдет — затаился и на переговоры не шел, несмотря на размер суммы к взысканию, который увеличивался каждый день с учетом накапливающихся штрафных санкций, расходов на оплату услуг юридических консультантов и представителей в суде. В свое время ответчик сбежал с переговоров в марте 2011 года, не подписав протокол переговоров и предложенный компромиссный вариант соглашения о расторжении договора и о возмещении причиненного истцу ущерба. В тот момент ответчик имел возможность закрыть проблемный для себя вопрос, отделавшись компенсацией нашему клиенту в размере 50% от актуализированного после завершения устного слушания по делу размера исковых требований.

С одной стороны, всегда нужно пробовать разрешить спор мировым путем — даже с учетом длящегося около года арбитражного разбирательства. С другой стороны, параллельно мы вели инвестиционные проекты с адекватными контрагентами, которые ценят свое время и время контрагента. Люди не тратят время на пустые препирательства, на тянущиеся месяцами судебные тяжбы.

На месте немецких адвокатов мы посоветовали бы клиенту еще на стадии обращения за помощью быстро урегулировать спор с российским поставщиком и продолжить дальше торговать мазутом. Тем более что наш клиент в этом был заинтересован — лучше зарабатывать деньги, чем глотать пыль в судах. Но немецкий контрагент испугался ответственности и пожадничал одновременно.

К сожалению, желание вытянуть максимальные гонорары из клиента встречается часто, а жажда клиентских денег любой ценой процветает, в том числе в Германии. Немецкий ответчик в течение более чем одного года свято верил, что его защитят от злых русских свои родные и хорошие немецкие адвокаты. К законной радости российского истца, в рамках вынесенного арбитражного решения были удовлетворены все исковые требования, хоть по отдельным пунктам и не в полном объеме.

Специализация МКА на отдельных категориях споров

Разумеется, специализация международного арбитражного суда, в частности, каждого из арбитров, сотрудничающих с ним, должна быть наиболее широкой, не ограничиваясь отдельными отраслями. Однако в сформировавшейся системе третейских судов за рубежом, например в Германии, встречается разделение компетенции и выделение узкоспециализированных направлений деятельности. В качестве примера можно привести Арбитражный суд при Бирже ценных бумаг в Гамбурге.

В Российской Федерации примером могут служить третейские суды, которые действуют в рамках крупных отраслевых объединений, и даже государственных компаний (например, третейские суды при ОАО «Газпром», при ГК «Росатом»). В настоящее время ведется подготовительная работа по создания постоянно действующего международного арбитражного суда при Российско-германской внешнеторговой палате в Москве.

Критерием специализации международного арбитражного суда на разрешении споров, относящихся к определенной категории, является не столько отдельная отрасль права, но и сами конфликтные ситуации, объединенные признаком схожести обязательств в более узком смысле: к примеру, страхование, корпоративные споры, биржевые сделки, исполнение строительных подрядных договоров и т.д.

Необходимые условия для рассмотрения арбитражным судом споров определенной категории:

- допустимость арбитражного разбирательства в конкретной сфере с точки зрения законодательства (отсутствие прямого запрета в законе);
- наличие достаточного количества специалистов с необходимым уровнем квалификации.

Рассмотрение торговых споров — наиболее распространенная категория дел. Поэтому она входит в компетенцию практически всех международных арбитражных судов, в том числе на территории Российской Федерации (Международный коммерческий арбитражный суд при Торгово-промышленной палате Российской Федерации), так и на территории Германии (Третейский суд Торговой палаты в Гамбурге), а также на территории третьих стран (Арбитражный институт при Торговой палате в Стокгольме и т.д.).

Причины для рассмотрения внешнеторговых споров в государственных судах

Обращение за разрешением международных экономических споров в государственные суды — распространенный способ защиты стороной, чьи права нарушены, своих интересов в рамках контракта.

Если существует уверенность в беспристрастном и объективном рассмотрении спора, рекомендуется в качестве места рассмотрения споров указывать государственный суд по местонахождению контрагента. В случае обращения в суд по местонахождению контрагента впоследствии будет потенциально легче после вынесении судебного решения исполнить данное решение.

Сравнение разбирательства по делу в МКА и в государственных судах

По сравнению с разбирательством в международном коммерческом арбитраже государственный арбитраж в Российской Федерации, на первый взгляд, гораздо более оперативен и скор на вынесение решений.

Здесь, однако, нужно отдельно упомянуть и о квалификации государственных российских судей, знаний ими иностранных языков, как минимум основ правовых систем иностранных государств, основных принципов международного частного права и документов, которые регулируют отношения поставщика и покупателя, формы международных взаиморасчетов и т.д. И именно в данной ситуации некомпетентность государственного судьи и необходимость дачи детальных объяснений и развернутых заключений со стороны истца или со стороны ответчика могут негативно сказаться на общей продолжительности судебного разбирательства.

Качество арбитражных оговорок

Арбитражная оговорка — юридически автономное от основного договора соглашение, которое, как правило, содержится внутри текста коммерческого контракта. Стороны, подписывающие арбитражную оговорку (арбитражное соглашение), договариваются о передаче спора между собой на рассмотрение третейского суда. Арбитражная оговорка должна содержать точное наименование суда, место рассмотрения спора. Рекомендуется также указывать в тексте оговорки язык разбирательства, применимое процессуальное право и количество арбитров.

Использование в тексте торгового контракта правильно сформулированной арбитражной оговорки — залог оперативного приема искового заявления к рассмотрению и назначения единоличного арбитра или состава арбитров. Однако нередки случаи, когда стороны на стадии преддоговорных согласований допустили ошибки, которые в ряде случаев могут привести к оспариванию действительности арбитражной оговорки и к радикальному изменению подведомственности и подсудности в рамках заявленных исковых требований.

Толкование арбитражной оговорки в случае указания неправильного наименования суда

Согласно господствующему мнению, действительная арбитражная оговорка предполагает, что указанный в ней арбитражный суд определен сторонами или очевидно определяем[1].

Следовательно, арбитражная оговорка ничтожна ввиду отсутствия достаточной определенности, если в арбитражной оговорке содержится ссылка на два различных постоянно действующих арбитражных суда[2].

Федеральный верховный суд ФРГ (далее — ФВС) в рамках аналогичного разбирательства должен был вынести решение о действительности арбитражной оговорки между немецкой компанией и итальянской фирмой-экспортером следующего содержания:

«Hamburger freundschaftliche Arbitrage aufgrund der Waren-Verein der Hamburger Boerse e.V./Arbitraggio amichevole in conformite alle condizioni del Waren-Verein der Hamburger Boerse e.V.» (*с нем.* — Третейский суд в Гамбурге при Товарной ассоциации Биржи Гамбурга).

Верховный федеральный суд Германии установил, что в настоящем соглашении содержится ссылка на два постоянно действующих арбитражных суда с собственными регламентами, с одной стороны, Третейский суд в Гамбурге, с другой — арбитражный суд, в соответствии с §30 регламента Товарной ассоциации. Следовательно, арбитражное соглашение ввиду отсутствия достаточной определенности ничтожно. Арбитражный суд, на которого ссылается арбитражное соглашение для разрешения споров, невозможно четко и легко определить, потому что дана ссылка на два постоянно действующих арбитражных суда[3].

Однако вышесказанному не противоречит то, что, согласно подавляющему мнению, подобное соглашение сторон, как любая сделка, подлежит толкованию, согласно §§133, 157 Гражданского кодекса Германии (далее — ГК ФРГ).

Так, Верховный земельный суд (далее — ВЗС) в Мюнхене в отношении оговорки следующего содержания «Все правовые споры, которые возникают из настоящего договора или в связи с ним, включая споры о действительности договора и данной арбитражной оговорки, за исключением споров, подлежащих разрешению в общесудебном порядке,

подлежат разрешению в арбитражном суде, согласно арбитражному регламенту торгово-промышленной палаты. Место судебного разбирательства – г. Мюнхен» вынес решение от 07.01.2009 о компетенции арбитражного суда при торгово-промышленной палате Мюнхена и Верхней Баварии. В данном случае определению компетентного постоянно действующего (институционального) арбитража послужил выбор места и регламента арбитражного производства[4].

Посредством толкования должна быть определена действительная воля сторон, при этом, согласно международной практике, неясные договоренности в целом должны быть истолкованы по возможности в пользу действительности арбитражного соглашения. Если все же остаются сомнения, толкование арбитражной оговорки производится против выводов стороны, которая решила воспользоваться данной оговоркой[5].

ВЗС Берлина признал арбитражное соглашение двух иностранных сторон, в котором German Central Chamber of Commerce («Немецкая центральная торговая палата») была названа в качестве компетентного арбитражного суда, действительным соглашением в отношении компетентности Немецкой арбитражной ассоциации (DIS). Если арбитражное соглашение ссылается на несуществующее арбитражное учреждение (здесь: «Немецкая центральная торговая палата», или German Central Chamber of Commerce), соглашение все же является действительным, при условии, что из конкретной формулировки можно посредством толкования определить конкретный арбитражный суд[6].

ВЗС в Карлсруэ похожим образом вынес решение по делу, в котором между сторонами было заключено арбитражное соглашение, содержащее ссылку на несуществующий арбитражный суд. Было заключено следующее соглашение:

«Для любых споров между акционерами в рамках или в связи с исполнением положений настоящего соглашения местом рассмотрения спора назначается Арбитражный орган Ассоциации адвокатов города К. В случае если в Ассоциации адвокатов не существует собственного Арбитражного Регламента, применяются положения §§1025 и след. ГПК. Арбитражному разбирательству должна предшествовать процедура посредничества».

ВЗС сделал вывод о том, что стороны настоящего соглашения не знали того, что Ассоциация адвокатов города К. не имеет собственного арбитража. Исходя из волеизъявлений сторон следует, что если сторонам было бы известно об этом факте, то они сослались бы в арбитражном соглашении на компетенцию Ассоциации адвокатов города Ф. как места, где расположена территориально ближайшая ассоциация адвокатов. Таким образом, арбитражное соглашение не может быть признано неисполнимым из-за того, что оно ссылается на несуществующий арбитражный суд, если возможно посредством дополняющего толкования сделать вывод о компетенции определенного арбитража[7].

Согласно разъяснениям ФЗС Гамбурга, текста арбитражной оговорки «АРБИТРАЖ: Гамбург» достаточно для того, чтобы с учетом соответствующего торгового обычая обосновать компетенцию арбитражного суда Немецкой ассоциации кофе. Соответственно, соглашение должно толковаться в соответствии с §§133, 157 ГК. Так как арбитражный суд Немецкой ассоциации кофе является, бесспорно, единственным в Гамбурге постоянно действующим, признанным в международной сфере производства кофе арбитражным судом, оговорка «Арбитраж: Гамбург» с учетом торгового обычая была истолкована таким образом, что данный арбитражный суд должен выносить решения относительно возникающих споров[8].

Примечательно то, что и высшие земельные суды в своих решениях в значительной мере ссылаются на определение, вынесенное ФВС, согласно которому арбитражная оговорка ничтожна ввиду отсутствия достаточной определенности, если в арбитражной оговорке содержится ссылка на два различных постоянно действующих арбитражных суда. Суды делают вывод о том, что основы толкования в таком случае не могут быть применены и не соблюдается принцип определенности[9].

Арбитражная оговорка в отношении согласованного арбитражного суда недействительна, если арбитражный суд не определен сторонами или не определяем. Однако в отношении соглашения должны применяться основы толкования, в соответствии с §§133, 157 ГК таким образом, чтобы была определена действительная воля сторон. В этом отношении достаточно из конкретной формулировки посредством толкования определить конкретный арбитражный суд. Неясные договоренности между сторонами должны быть истолкованы в соответствии с международной практикой по возможности в пользу действительности арбитражной оговорки.

Верховный федеральный суд Германии установил, что арбитражная оговорка ввиду отсутствия достаточной определенности все же ничтожна, если в арбитражной оговорке содержится ссылка на два различных постоянно действующих арбитражных суда. Данный принцип подтверждается практикой и других судов.

По результатам анализа текста арбитражной оговорки в тексте конкретного торгового контракта и на основе проанализированной судебной практики мы пришли к заключению о том, что немецкий ответчик не сможет в будущем в рамках разбиратель-

ства, начатого по иску нашего российского клиента, воспользовавшись отсутствием определенности в арбитражной оговорке, помешать признанию арбитражного решения для исполнения в Германии. Компетенция суда, указанного для разрешения споров — «Арбитражного института при Торговой палате Стокгольма» — в упомянутом контракте предусмотрена в достаточной степени определенно, таким образом, арбитражная оговорка в этом отношении действительна. В Швеции постоянно на территории страны находится лишь ТПС в качестве постоянно действующего арбитража в Стокгольме. В этом отношении арбитражная оговорка не ссылается на компетенцию двух различных постоянно действующих арбитражных судов, что могло бы привести к недействительности арбитражной оговорки, согласно немецкому праву.

Однако настоящая арбитражная оговорка, которая как в английской, так и в русской версии контракта ссылается на «Международный арбитражный суд в Стокгольме», указывает на несуществующий арбитражный институт. И все же данную оговорку сочли действительной, поскольку посредством толкования из конкретной формулировки можно определить конкретный арбитражный суд. Настоящая арбитражная оговорка ссылается на Торговую палату Стокгольма, так как другого постоянно действующего арбитража в Швеции не существует.

В результате единоличный арбитр (партнер юридической фирмы с местонахождением в Париже), который был назначен рассматривать спор между нашим клиентом и немецким ответчиком, вынес решение о том, что арбитражная оговорка содержит недостатки, но является действительной. Мы оказались правы. Действительной данная оговорка является потому, что стороны указали в качестве места рассмотрения спора город Стокгольм — очень распространенное место для разрешения споров между российскими и немецкими контрагентами. Несмотря на заявления ответчика о том, что в Стокгольме находится еще, по крайней мере, один постоянно действующий третейский суд при Немецко-шведской торгово-промышленной палате, арбитр счел данный довод неубедительным. Такое решение было принято в связи с тем, что спор между российским и немецким контрагентом потому и был вынесен на территорию Швеции, чтобы добиться нейтральности и беспристрастной объективности в рассмотрении споров. Такого уровня нейтральности и беспристрастности третейский суд при Немецко-шведской торгово-промышленной палате, конечно, не смог бы предложить.

Также важным является тот факт, что стороны в тексте оговорки все же указали постоянно действующий суд (наименование в тексте контракта написано с заглавных букв), коим в связи с накопленными сотнями рассмотренных дел является Арбитражный институт при Торговой палате Стокгольма.

Место рассмотрения спора

В арбитражной оговорке стороны могут сделать общую ссылку на определенный коммерческий арбитражный суд, на его регламент, из которого и будет по умолчанию следовать место рассмотрения спора. Как правило, это будет место нахождения самого суда.

Однако в ряде случаев стороны могут определить местом рассмотрения споров другой город или местность. Для этих целей в арбитражной оговорке делается отдельное предложение или составная часть предложения, где четко должно быть указано место рассмотрения возможного спора. Помимо названия населенного пункта также лучше указывать страну и провинцию (штат, область, край, землю или другую территориальную единицу), чтобы исключить появление двойственности при установлении места рассмотрения спора.

Электронная переписка сторон как средство доказывания

Часто в период действия контракта стороны согласуют детали отдельных действий по электронной почте. Использование этого вида связи удобно для пересылки сканеров отдельных документов, файлов в различных форматах.

Оптимальные формулировки в торговых контрактах

Рекомендуем использование отдельных пунктов в договорах, в которых стороны согласуют порядок обмена информационными сообщениями, в том числе сканерами писем и другими документами по электронной почте. Можно предусматривать возможность дублирования электронной корреспонденции бумажными письмами обычной или экспресс-почтой.

Стороны должны указать конкретные адреса электронной почты и имена ответственных сотрудников, которые будут вести переписку с контрагентом – отправлять сообщения от имени своей компании и принимать корреспонденцию от контрагента.

Возражения против подлинности электронной переписки

В недавно успешно завершенном нами разбирательстве с местом рассмотрения дела в Арбитражном институте Торговой палаты Стокгольма арбитр по умолчанию принял всю электронную переписку между сторонами в распечатанном виде. При этом было отмечено, что арбитр это делает потому, что нет возражений со стороны ответчика. В тексте контракта стороны

никак не урегулировали вопрос обмена электронной перепиской и не указывали адреса электронной почты, с которых и на которые необходимо направлять сообщения.

Если контрагент заявляет, что переписка каким-либо образом «видоизменена» или не соответствует действительности полностью, придется прибегнуть к разным средствам доказывания подлинности переписки.

Инструментарий может быть различным, т.к. все зависит от того, оспаривает ли контрагент факт получения электронного письма как такового либо ссылается на заведомое искажение смысла и содержания письма стороной, которая представляет данное доказательство арбитру.

Признание и обращение к исполнению иностранных арбитражных решений

Основным международным документом, который регулирует вопросы признания и исполнения иностранных арбитражных решений, является одноименная Конвенция ООН 1958 года (Нью-Йоркская конвенция, далее — Конвенция ООН). В отдельных государствах, в том числе в Российской Федерации и в Германии, существует национальное регулирование данной темы в национальном законодательстве (в виде отсылочных норм и т.д.).

О признании и исполнении иностранных решений в Российской Федерации писали многие российские авторы, поэтому сконцентрируемся на вопросе признания иностранных арбитражных решений на территории Германии.

Признание иностранных арбитражных решений в Германии регулируется §1061 Гражданского процессуального кодекса (далее — ГПК). В соответствии с §1061 пункт 1 ГПК признание и приведение в исполнение иностранных арбитражных решений происходит в соответствии с Конвенцией от 10 июня 1958 года о признании и приведении в исполнение иностранных арбитражных решений (Конвенция ООН).

В соответствии со статьей V пункт 1а) Конвенции ООН, в признании и исполнении арбитражного решения может быть отказано по просьбе стороны, против которой оно направлено, если эта сторона представит компетентному органу страны, в которой испрашивается признание и приведение в исполнение, доказательство того, что стороны, которые заключили соглашение, указанное в статье II, в соответствии с законодательством, применимым к ним, в какой-либо мере были недееспособны, или что соглашение, по закону, которому оно было подчинено сторонами, или, если стороны такого закона не указали, в соответствии с законодательством той страны, где решение было вынесено, является недействительным.

Таким образом, сторона, которая требует признание и приведение в исполнение арбитражного решения, может наряду с Конвенцией ООН обратиться и к национальному праву. У лица, требующего признание/приведение в исполнение арбитражного решения, также есть возможность выбрать наиболее выгодное для него право[10].

Оговорка о наибольшем благоприятствовании в статье VII пункт 1 Конвенции ООН действует также и в области применения и контроля за исполнением статьи V Конвенции ООН[11].

Статья VII пункт 1 Конвенции ООН прямо предусматривает, что постановления конвенции, а вместе с тем и ст. V Конвенции ООН не могут лишить никакую сторону права в пользу действительности обратиться к какому-либо арбитражному решению, в соответствии с внутригосударственным правом или договорами страны, в которой испрашивается его признание и приведение его в исполнение. Однако если арбитражное соглашение действует в соответствии с национальным процессуальным правом страны, в которой должно быть вынесено постановление об исполнении решения иностранного суда, то в рамках ст. V пункт 1 Конвенции ООН уже не регулируется вопрос о том, соответствует ли это законодательству страны, в которой было вынесено арбитражное решение[12].

В настоящее время подано заявление о признании вынесенного решения в немецкий суд по месту нахождения ответчика. Сроки удовлетворения заявления — с момента подачи — до момента зачисления денежных средств на расчетный счет клиента, могут варьироваться от 3 до 8 месяцев.

В заключение

Лучший формат ведения международных коммерческих проектов – мирные переговоры с контрагентами в случае появления разногласий.

В начале деловых отношений рекомендуется резервировать время и заранее качественно составлять, согласовывать и проверять перед подписанием тексты контрактов с иностранным элементом. Эти простые действия всегда окупаются с финансовой точки зрения и экономят месяцы времени.

При необходимости следует обращаться к услугам международного коммерческого арбитража для разрешения споров. В некоторых случаях более оперативным может оказаться рассмотрение спора в государственном суде по месту нахождения ответчика, однако недостаточная квалификация и отсутствие опыта у государственных судей по разрешению международных споров могут негативно отразиться на результативности судебного разбирательства.

Необходимо учитывать, что с момента возникновения спора с ино-

странным контрагентом до момента фактического зачисления взысканных денежных средств может пройти срок от года до нескольких лет. ◻

Примечания

1 ВФС, NJW 1983, 1267; OLG Köln, MDR 2006, 201, 202; Баумбах/Лаутербах/Альберс/Хартманн, Комментарии к ГПК, 68 изд., 2010, § 1029, н/п. 14; Рейхольд в Томас/Путцо, Коментарии к ГПК, 31 изд., 2010, § 1029, н/п 4; Лахманн, Справочник по арбитражной практике, 3. изд., 2008, н/п. 376.

2 ВФС, NJW, 1983, 1267, 1268; Геймер в Цёллер, Комментарии к ГПК, 28 изд., 2010, § 1029, н/п 53; Рейхольд в Томас/Путцо, Комментарии к ГПК, 31 изд., 2010, § 1029, н/п. 4.

3 ВФС, NJW, 1983, 1267, 1268.

4 ВЗС в г. Мюнхен, Решение от 07.01.2009 – 34 SchH 014/08, 34 SchH 14/08.

5 ВЗС во Франкфурте-на-Майне, Решение от 24.10.2006 – 26 Sch 6/06; Шваб/Вальтер, Комментарии к подведомственности арбитражному суду, 7 изд., 2005. Часть 3, н/п 1а.

6 ВЗС Берлина, Решение от 15.10.1999 – 28 Sch 17/99.

7 ВЗС в г. Карлсруэ, Решение от 04.04.2007 – 1 U 232/06.

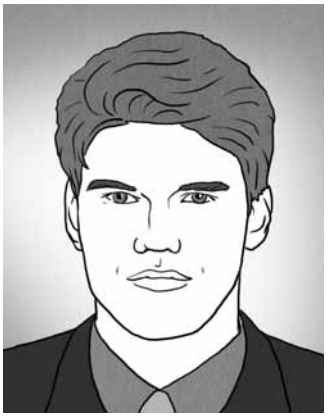
8 ВЗС Гамбурга, Решение от 24.1.2003 = SchiedsVZ, 2003, 284 ff.

9 Ср. ВЗС в г. Мюнхен, Решение от 07.01.2009 – 34 SchH 014/08, 34 SchH 14/08; ВЗС в г. Карлсруэ, Решение от 04.04.2007 — 1 U 232/06; ВЗС во Франкфурте-на-Майне, Решение от 24.10.2006 – 26 Sch 6/06; ВЗС Берлина, Решение от 15.10.1999 – 28 Sch 17/99.

10 ВФС, SchiedsVZ 2005, 306, 307; Адольфзен в Мюнхенских комментариях к ГПК, 3. изд., 2008, § 1061 прил. 1 Конвенции ООН, ст. VII, н/п. 4.

11 ВФС, NJW-RR 2011, 569, 571; Адольфзен в Мюнхенских комментариях к ГПК, 3. изд., 2008, § 1061 прил. 1 Конвенции ООН, ст. V, н/п. 24.

12 ВФС, NJW-RR 2011, 569, 571; Адольфзен в Мюнхенских комментариях к ГПК, 3. изд., 2008, § 1061 прил. 1 Конвенции ООН, ст. V, н/п. 24.



Евгений Ильин
преподаватель кафедры международных валютно-финансовых отношений факультета МЭиМП НИУ-ВШЭ

Между государством и рынком

Распределение полномочий регулирования между государством и участниками фондового рынка

Регулирование — исторический процесс, он складывается везде по-своему; именно по этой причине универсальное решение проблемы невозможно. Но одной из базовых характеристик архитектуры финансового рынка США является саморегулирование. И уж хотя бы поэтому феномен заслуживает внимательного рассмотрения.

Поиск оптимального

Поиск оптимального распределения полномочий между государственными органами и саморегулируемыми организациями финансового рынка (СРО) ведется на протяжении всей истории существования организованных рынков капитала[1]. Сомнения в справедливости решений СРО по отношению к индивидуальным инвесторам возникали неоднократно как в академической среде, так и в политических кругах, а в последнее десятилетие дискуссия вновь приобрела былую остроту благодаря волне коммерциализаций[2] и слияний крупнейших бирж мира[3]. Усугубил ситуацию и разразившийся в 2008 году мировой финансовый кризис.

Кризис начался с неожиданного поражения самой основы финансовой системы США — крупнейших банков, которые к тому моменту испытывали на себе минимальный уровень внешнего контроля[4]. Это состояние «чистого саморегулирования» и привело к недооценке риска по занятым позициям на рынке ипотечных облигаций. Тем не менее принятый впоследствии закон Додда – Франка сохранил статус-кво саморегулируемых организаций[5].

Вообще, только в США, как ни в какой другой юрисдикции, СРО имеют столь широкие полномочия регулирования. Из трех основных существующих в мире моделей распределения полномочий регулирования между государством и СРО[6] в США установилась модель, наиболее ориентированная на саморегулирование. Во многом становление типа системы регулирования – это процесс исторический, находящийся под влиянием традиций, культуры, системы права и т.д. Это, кстати, одна из причин, по которой универсальное решение проблемы невозможно.

Например, в других развитых странах с прецедентной системой права, Великобритании и Австралии, большинство полномочий СРО, в отличие от США, за последние 15 лет было передано государственным ведомствам. Принятая в Австралии архитектура «твин пикс»[7] позволила австралийскому рынку избежать многих неприятностей, связанных с кризисом. Это было особо отмечено в докладе Группы 30[8] (G30) с рекомендацией странам обратить пристальное внимание на эту архитектуру. В Великобритании, например, уже сегодня проводится реформа системы регулирования финансовых рынков, связанная с отказом от системы[9], основанной на мегарегуляторе (который заменил собой в 1997 году несколько СРО), в пользу архитектуры «твин пикс».

Так почему же США до сих пор не готовы отказаться от саморегулирования в пользу системы, в меньшей степени подверженной финансовой «турбулентности»? Американский рынок на сегодняшний день составляет 30,4% капитализации мирового рынка, в то время как суммарная капитализация рынков Великобритании и Австралии составляет — 8,9%[10]. Или может, наоборот, весь остальной мир должен продолжить пристально изучать американский опыт и применять его[11], чтобы обеспечить рост капитализации собственного рынка? Попытаться ответить на эти вопросы можно с помощью метода выявления предпочтений СРО в отношении неэффективности финансового рынка[12].

Известно, что существуют три основных цели регулирования рынка, которых должны придерживаться как суверенные регуляторы, так и саморегулируемые организации: защита инвесторов, повышение эффективности, справедливости и прозрачности рынка, а также снижение системного риска. Если выяснить степень приверженности СРО этим целям, можно сделать вывод о степени надежности доверия СРО вопросов регулирования рынка. Поскольку цели регулирования принципиально взаимосвязаны, то выявление отношения СРО к цели повышения эффективности рынка, будет косвенно означать и выявление отношения СРО к защите инвесторов.

На практике же оказывается, что основным приоритетом для СРО является не независимое регулирование рынка, а соблюдение коммерческих интересов профучастников-членов, то есть максимизация их благосостояния[13]. Эта проблема именуется в литературе конфликтом интересов и является основным пределом саморегулирования, препятствующим повсеместному применению этого механизма. Следовательно, помимо прочего, необходимо ответить на вопрос, а совместимы ли регулятивные цели СРО по повышению эффективности финансового рынка с коммерческими целями ее профучастников-членов, то есть соответствует ли эффективность рынка максимальному благосостоянию профучастников? Степень остроты конфликта интересов несомненно отражается на качестве институционального устройства системы регулирования рынка США.

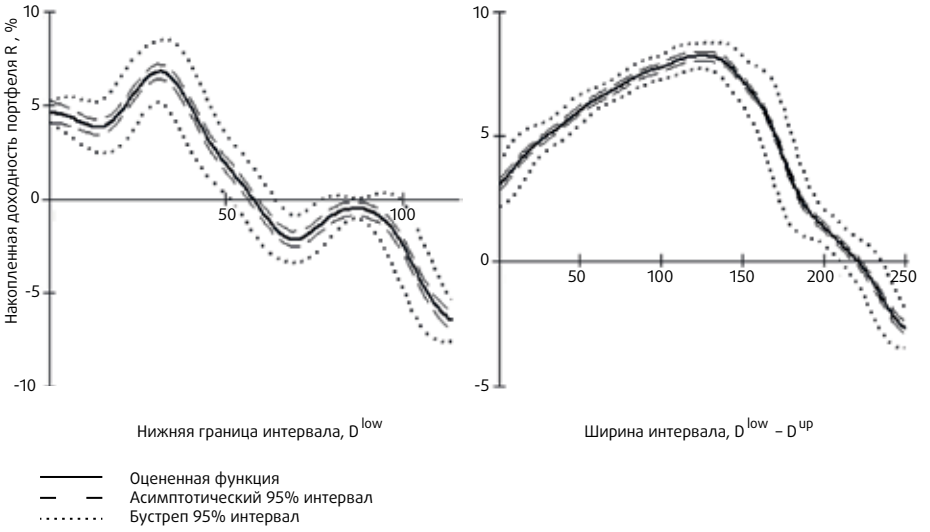
Неэффективность рынка и предпочтения СРО

Суть метода выявления предпочтений СРО в отношении неэффективности финансового рынка заключается в следующем. Предположим, что финансовый рынок в каждый момент времени находится в состоянии, которому соответствует некоторый уровень неэффективности[14]. Уровень неэффективности является необходимым условием, при котором профучастники рынка получают доходность от управления собственными портфелями. В этих условиях состояние рынка и его профучастников в каждый момент времени t характеризуется вектором параметров $\boldsymbol{y} = \{D, y_1, y_2, \ldots, y_N\}$, где компонента D означает текущий уровень неэффективности рынка, а y_k, при $k = 1, \ldots, N$, – доходности портфелей профучастников[15], N — количество профучастников, входящих в СРО. Моменты времени t исчисляются днями.

Состояния неэффективности рынка D могут быть рассчитаны на основе индекса S&P500, который является наиболее информативным с этой точки зрения. В качестве меры неэффективности рынка предложена относительная энтропия Кульбака – Лейблера[16] (информационное расстояние) между текущим эмпирически наблюдаемым распределением доходности индекса, оцениваемым непараметрически[17], и соответствующим ему нормальным распределением:

$$D(p||q) = \int_{-\infty}^{+\infty} \left(p(x) \log_2 \frac{p(x)}{q(x)} + q(x) \log_2 \frac{q(x)}{p(x)} \right) dx, \quad (1)$$

Рисунок 1. **Зависимость накопленной доходности от параметров отсечения состояний неэффективности $R_K(D^{low}, D^{up})$ (в % годовых; границы выражены в относительных единицах, привязанных к численным расчетам).**



а б

где x – доходности (или логарифмические приросты цен) индекса.

Как и на индивидуальном уровне, так и на уровне СРО («коллективный» профучастник), профучастники не могут быть удовлетворены всеми без исключения состояниями рынка, поскольку, с одной стороны, существуют собственные регулятивные интересы и интересы суверенного регулятора, подталкивающих к снижению неэффективности рынка, а, с другой стороны, профучастники заинтересованы в реализации собственных коммерческих интересов на рынке. Предполагается, что предпочтения СРО определяются исключительно индивидуальными предпочтениями профучастников в отношении состояний рынка, а вес предпочтений инвесторов в функции полезности СРО пренебрежимо мал.

Предполагается также, что профучастники и СРО рациональны. Предпочтениям СРО соответствуют такие состояния рынка, которые совместно максимизировали бы стоимости портфелей профучастников на конец определенного периода, в качестве которого выбран операционный год[18]. Для выявления предпочтений СРО задается ее функция полезности, а также индивидуальные функции полезности профучастников, которые имеют собственные предпочтения в отношении неэффективности рынка.

Функция полезности k-го профучастника $u_k(w)$ монотонно возрастает на всей области определения и имеет стандартный вид с постоянной относительной (CRRA) величиной неприятия риска.

Функциональная связь между полезностью СРО U(.) и полезностями ее членов

$u_1(\cdot), u_2(\cdot),\ldots, u_N(\cdot)$ имеет, предположительно, аддитивную форму[19].

Значение полезности СРО на конец года зависит от предпочитаемого набора векторов реализованных состояний рынка $\boldsymbol{y(t)}$. Оптимальный набор векторов $\boldsymbol{y(t)}$, максимизирующий полезность

СРО, определяет предпочтения СРО в отношении неэффективности рынка.

Чтобы выявить конкретные состояния рынка, которые максимизируют совместную и индивидуальную полезность профучастников, воспользуемся методом фильтрации, при котором, в отличие от классического метода, фильтрация векторов ***y(t)*** проводится по критерию неэффективности рынка или компоненте D векторов ***y(t)***. Требуется найти определенный спектр состояний неэффективности рынка, заключенный в соответствующих границах отсечения состояний[20] $[D^{low}, D^{up}]$, который максимизировал бы полезность СРО на конец года, где D^{low} и D^{up} – нижняя и верхняя границы интервала отсечения неэффективности. Границы отсечения в таком случае полностью характеризовали бы предпочтения СРО в отношении неэффективности рынка.

Полезность СРО при фильтрации исторического потока векторов ***y(t)***[21] для заданных границ состояний неэффективности $[D^{low}, D^{up}]$, равна:

$$U^{SRO}(D^{low}, D^{up}) = \sum_{k=1}^{N} \frac{\left(W_k(D^{low}, D^{up})\right)^{1-\gamma_k}}{1-\gamma_k}, \quad (2)$$

где

$$W_k(D^{low}, D^{up}) = \exp\left(R_k(D^{low}, D^{up})\right), \quad (3)$$

$$= \sum_{t=0}^{252} y_k(t) \cdot I(D^{low} \le D(t) \le D^{up}), \quad (4)$$

$\boldsymbol{\gamma_k}$ — постоянный коэффициент относительного неприятия риска k-го профучастника[22].

$W_k(D^{low}, D^{up})$ – это стоимость портфеля *k*-го профучастника в заданных границах фильтрации на конец года, $R_k(D^{low}, D^{up})$ – накопленная на конец того же года доходность портфеля *k*-го профучастника, $I(D^{low} < D(t) < D^{up})$ – индикаторная функция, означающая принадлежность текущего уровня эффективности рынка *D* возможным предпочтениям СРО $[D^{low}, D^{up}]$. Тогда предпочтения СРО в отношении неэффективности рынка определяются как оптимальные границы $[D^{low}, D^{up}]$, максимизирующие полезность СРО U^{SRO}. Этот набор состояний неэффективности составляет *интервал предпочтений* неэффективности СРО.

Поскольку количество возможных сочетаний границ отсечения D^{low}, D^{up} в случае непрерывной функции (2) очень велико, далее для снижения размерности осуществляется переход перейдем к дискретному виду функции полезности. Оптимальные границы отсечения ищутся в матричной форме с помощью численной максимизации функции полезности $USRO(D^{low}, D^{up})$.

Проверка метода выявления предпочтений СРО в отношении неэффективности рынка проводилась на основании данных финансового рынка США со 2 января 1991 года по 31 декабря 2010 года, при этом динамика собственных портфелей профучастников — членов СРО y_k отождествлялась с динамикой взаимных фондов под их управлением.

Выборка профучастников включала *N = 109* профучастников, в которую вошли ведущие («bulge bracket») банки США Goldman Sachs, JP Morgan и Morgan Stanley, а также крупнейшие игроки на рынке управления активами Fidelity Investments, Vanguard Group и American Funds. Все профучастники выборки являлись действующими членами национальных СРО США на протяжении исследуемого периода.

Выборка по индексу и каждому фонду включала 5041 ежедневных наблюдений и разбивалась на 20 лет. Предпочтения СРО вычислялись отдельно для каждого года исследуемого периода. Уровни неэффективности D и доходности портфелей профучастников y_k оценивались на скользящем базисном периоде длиной в одну торговую неделю (пять дней).

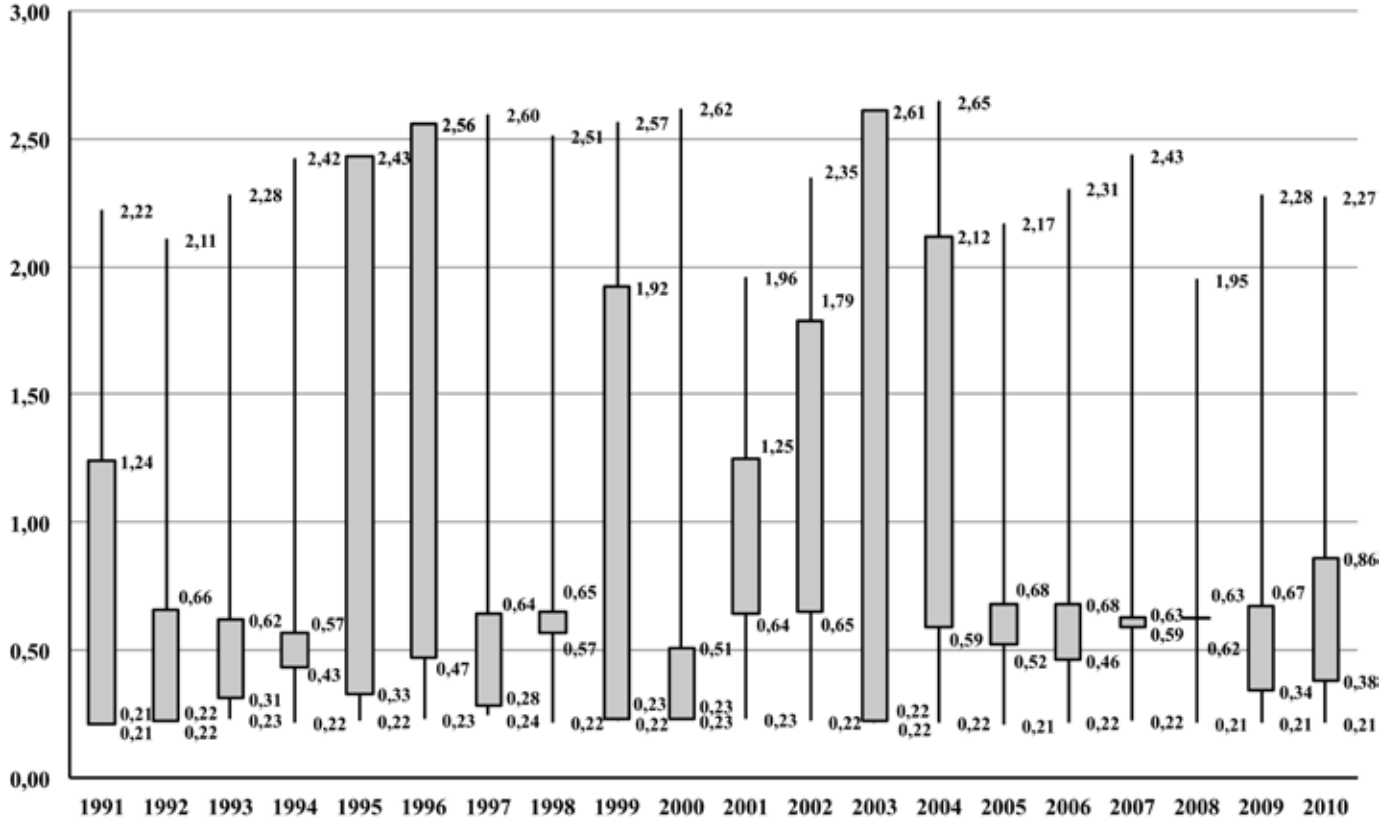
Благосостояние профучастников СРО

Остановимся сначала на оценке индивидуальных предпочтений. На рис. 1 приведен характерный вид зависимости (4) накопленной на конец года доходности портфеля профучастника от параметров его предпочтений[23]. На рис. 1а представлен характерный вид функции накопленной доходности $R_k(D^{low}, D^{up})$ при фиксированной ширине интервала отсечения уровней неэффективности D^{low} — D^{up}, на рис. 1б — вид этой же функции при фиксированном параметре нижней границы интервала D^{low}. Здесь также приведены точечные интервальные оценки функции с доверительной вероятностью 95%, построенные асимптотическим методом и методом бутстрепа. Локальный максимум функции $R_k(D^{low}, D^{up})$ на рис. 1а составил 6,77% годовых; глобальный максимум функции (рис. 1б) составил 8,2% годовых, при этом границы отсечения состояний неэффективности D^{low}, D^{up} не были равны нулю.

Для более точной картины были оценены индивидуальные интервалы предпочтений неэффективности $[D^{low}, D^{up}]$ каждого профучастника с помощью максимизации N функций $Rk(D^{low}, D^{up})$ в рамках каждого года исследуемого периода. Затем были получены усредненные по выборке профучастников оптимальные параметры отсечения состояний неэффективности рынка $[D^{low}, D^{up}]$.

В результате установлено, что границы индивидуальных предпочтений неэффективности рынка большинства профучастников достоверно не равны нулю. Гипотеза[24] о равенстве средней нижней границы предпочтений $\boldsymbol{D^{low}}$ эмпирическому минимуму состояний неэффективности рынка $\min(D)$[25] была отвергнута на уровне значимости менее 1%. Гипотеза о равенстве средней верхней границы предпочтений $\boldsymbol{D^{up}}$ эмпирическому максимуму состояний неэффективности рынка $\max(D)$ в данном году также не подтвердилась на уровне значимости менее 1%, за исключением 2003 года, когда гипотезу отвергнуть не удалось по причине фактического совпадения верхней границы предпочтений с максимальным состоянием неэффективности.

Рисунок 2. Уровень неэффективности, D за 1991–2010 годы



Результаты позволили заключить, что большинство профучастников зарабатывает в основном на распределенном по неэффективности рынка, то есть в области *систематических отклонений рынка от нормальности*. Максимумы стоимости портфелей не могут быть достижимы на высокоэффективном рынке средним профучастником, т.е. угроза конфликта между регулятивными интересами СРО и коммерческими интересами ее профучастников – членов СРО действительно существует. А учитывая рекомендации международных организаций (IOSCO) и соответствующее стремление суверенного регулятора повысить эффективность рынка, предполагается, что предпочтения суверенного регулятора, представляющего прежде всего интересы инвесторов, расположены преимущественно в нулевой области шкалы неэффективности (сильной эффективности) рынка. В среднем профучастники на индивидуальном уровне не заинтересованы в повышении эффективности рынка, как того требует суверенный регулятор.

Однако СРО, возможно, имеет более адекватные целям регулирования коллективные предпочтения, чем усреднённый профучастник. Для выяснения этого вопроса были рассчитаны ежегодные оптимальные коллективные границы отсечения уровней неэффективности [D^{low}, D^{up}] (рис. 2), а также совокупная (максимальная) полезность СРО U^{SRO}.

На рис.2 можно видеть, что максимальная полезность U^{SRO} достигается в области неэффективности рынка, и коллективные коммерческие интересы профучастников препятствуют повышению эффективности рынка. Коллективные предпочтения(серые прямоугольники), как и усредненные, не соответствуют цели повышения эффективности рынка, требуемой суверенным регулятором. Предпочтения СРО имеют даже несколько больший (по крайней мере не меньший) потенциал конфликта интересов, чем усредненные индивидуальные предпочтения профучастников. На рис. 2 прослеживается удаленность предпочтений от эмпирического годового минимума состояний неэффективности. При этом также наблюдается и удаленность от эмпирического годового максимума состояний неэффективности, кроме 2003 года (о причине будет сказано ниже).

Распределенность предпочтений профучастников по шкале неэффективности наблюдается не всегда. Например, в 2008 году визуально интервал предпочтений выглядит вырожденным. Проверка гипотезы о равенстве средних границ предпочтений профучастников D^{low} и D^{up} друг другу показала, что это не соответствует действительности. Причиной узости интервала, скорее всего, послужили кризисные явления, когда рынок на протяжении операционного года имел понижательный тренд.

За 20 лет исследуемого периода есть только четыре года, когда нижние границы предпочтений совпали с эмпирическим минимумом неэффективности. Это подтверждает, что конфликт интересов, несмотря на то что острота его изменяется во времени, является естественной проблемой СРО. Следовательно, требования суверенного регулятора не могут выполняться СРО. Удаленность верхней границы предпочтений неэффективности рынка большинства профучастников на протяжении 17 из 20 лет свидетельствует о том, что в условиях высоко неэффективных состояний рынка снижаются стоимости портфелей профучастников, а значит, сильная неэффективность не отвечает их предпочтениям.

Единственный случай, когда предпочтения профучастников были распределены по всей области неэффективности, — это 2003 год. Причины такой аномальной распределенности предпочтений могут заключаться в том, что в этом году на Нью-Йоркской фондовой бирже было проведено специальное расследование в отношении фирм-специалистов, нарушивших правила проведения торгов и представления отчетности[26]. СРО в данном случае совершенно не пыталась пресечь эту практику. После этих случаев на СРО и ее профучастников суверенным регулятором США SEC[27] были наложены санкции, что, возможно, привело(показано стрелкой на рис 3) к изменению интервала предпочтений в сторону снижения остроты конфликта интересов в последующие годы.

С точки зрения регулятивной политики, проводимой СРО, особый интерес, как уже удалось убедиться, представляет относительная удаленность границ интервалов предпочтений от области наивысшей эффективности рынка (эмпирического минимума неэффективности в определенном году, $\min(D)$, что оправдывает введение относительных параметров предпочтений *СРО RE* и *IRE:*

$$RE = \frac{D^{low*} - \min(D)}{\max(D) - \min(D)}, \quad (5)$$

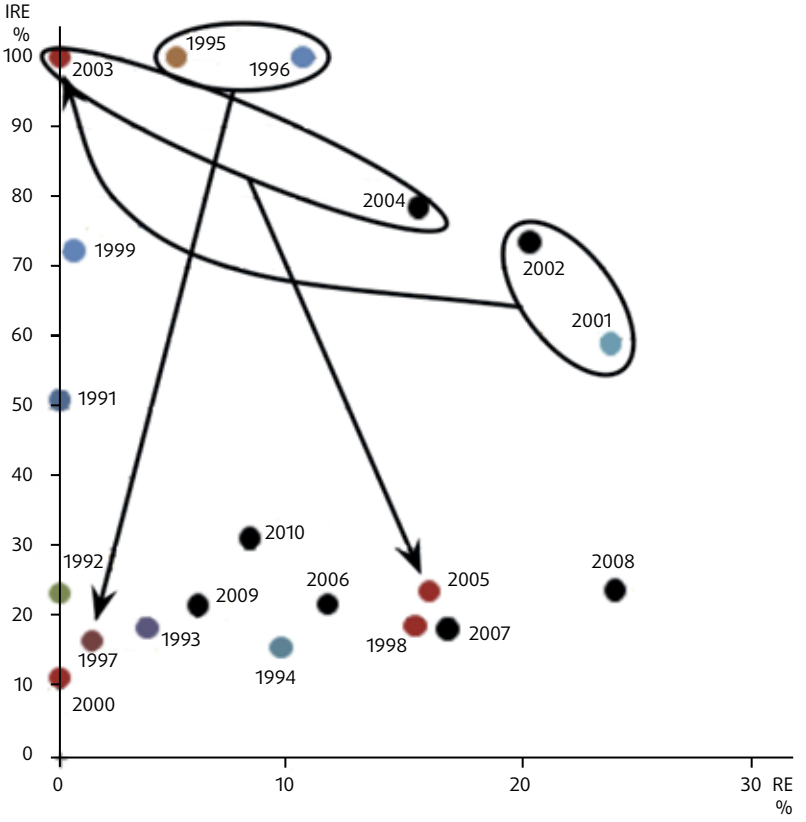
$$IRE = \frac{D^{up*} - \min(D)}{\max(D) - \min(D)}. \quad (6)$$

Данные параметры опосредованно отражают степень конфликта в СРО между ее регулятивными задачами и коммерческими интересами профучастников-членов, поскольку выражают степень расхождения регулятивных предпочтений СРО и суверенного регулятора.

Учитывая, что параметр *RE* отражает предпочтения СРО в области более «чувствительной» к малым отклонениям рынка от эффективности, определим его как склонность СРО к ограничению эффективности рынка. Изменение этого показателя, возможно, косвенно взаимосвязано с «тонкой настройкой» регулирования, проводимой преимущественно путем разработки стандартов наилучшей практики и стандартов профессиональной этики, новых законов и правил, то есть посредством выполнения нормотворческой функции[28].

Показатель *IRE* характеризует коллективные предпочтения профучастни-

Рисунок 3. **Параметры деятельности СРО и основные события регулятивной практики США.**



RE – склонность к ограничению эффективности рынка
IRE – склонность к ограничению интенсивности правоприменения

ков СРО в области, существенно менее «чувствительной» к малым отклонениям рынка от эффективности. Предпочтения СРО в этой области неэффективности, возможно, связаны с грубым нарушением закона и правил со стороны СРО и ее профучастников (манипулирование рынком, инсайдерская торговля). Поэтому в этом случае для снижения показателя требуются более «жесткие» регулятивные решения преимущественно правоприменительного характера (штрафы, заключение под стражу и т.д.)[29]. С этой точки зрения определим параметр *IRE* как *склонность СРО к ограничению интенсивности правоприменения.* Значение этого показателя отражает насколько СРО предпочитает уделять внимание практике правоприменения и повышать ее интенсивность, косвенно сдерживая, таким образом, крайне неэффективные состояния рынка.

Оба показателя, *RE* и *IRE*, отражают «напряженность» ситуации внутри СРО (представлены на рис. 3): рост показателей говорит о росте несоответствия между регулятивными интересами СРО и коммерческими интересами ее профучастников. И, наоборот, снижение свидетельствует о большей настроенности СРО в пользу общества.

Временная модель изменения полезности СРО во времени в зависимости от параметров ее предпочтений, выраженных через относительные показатели *RE* и *IRE*, с поправкой на основные события в регулятивной практике США и может быть представлена в следующем виде[30]:

$$\log(U_t^{SRO}) = \beta_0 + \beta_1 \cdot RE_t + \beta_2 \cdot IRE_t + \beta_3 \cdot S_t^{BA} + \beta_4 \cdot L_t^{SOX} + \varepsilon_t \quad (7)$$

В модель были введены инструментальные переменные, соответствующие основным событиям регулятивной практики СРО за исследуемый период. Инструментальная переменная S^{BA} связана с санкциями, наложенными на Национальную ассоциацию дилеров ценных бумаг (NASD) после расследо-

вания специальной комиссии[31] на протяжении 1995 и 1996 года в отношении неоднократного нарушения текущего законодательства США ее профучастниками-членами[32] (эта переменная принимает значение равное единице лишь единожды в 1997 году, в течение которого СРО была обязана восстановить нормальную рыночную практику[33]).

Инструментальная переменная L^{SOX} отражает событие, произошедшее в области нормотворчества, в связи с принятием закона Сарбейнса – Оксли (эта переменная принимает значение равное единице начиная с года, следующего за годом принятия закона, и до конца исследуемого периода, то есть с 2003 по 2010 год). Закон был принят в ответ на противоправную практику в области аудита и ведения отчетности компаний-эмитентов, которые размещались на крупнейших биржевых СРО США (как биржи, так и аудиторская профессия в те годы находились под регулятивной ответственностью СРО).

Анализ позволил установить, что предпочтения СРО оказывают разнонаправленное влияние на ее коллективную полезность. Повышение склонности к ограничению эффективности *RE* приводит снижению полезности СРО, а повышение склонности к ограничению интенсивности правоприменения *IRE* – к росту полезности СРО, U^{SRO}. Отрицательный коэффициент при переменной S^{BA} свидетельствует о том, что наложенные санкции оказали снижающее воздействие на полезность СРО в 1997 году. Положительный коэффициент при L^{SOX} подтверждает, что принятие закона Сарбейнса – Оксли повысило полезность СРО, начиная с 2003.

Снижение параметра *RE*, то есть рост склонности СРО к повышению эффективности рынка с нормотворческой точки зрения, также благотворно сказывается на полезности СРО, как и принятие закона Сарбейнса – Оксли (направление изменения ситуации указано стрелкой на рис. 3). Полезность СРО снижается, когда возникает необходимость в мерах правоприменения (санкции 1997 года S^{BA}) и снижении склонности к ограничению интенсивности правоприменения СРО (*IRE*). Возможно, это подтверждает, что введенные параметры имеют одинаковую с инструментальными переменными природу.

СРО и качество институционального устройства экономики США

Наконец, рассмотрим, как деятельность СРО характеризуется параметрами ее предпочтений и отражается на качестве институционального устройства системы регулирования экономики США. Для этого была проведена оценка взаимосвязанности предпочтений с индикаторами качества системы регулирования экономики, разработанными экспертами Всемирного банка[34].

Эти индикаторы представляют усредненное мнение различных экспертных групп, некоммерческих организаций и аналитических центров по следующим направлениям: индикатор степени приоритета закона (rule of law) *RL* отражает предел доверия граждан страны нормам общества, а также качество правоприменения и защиты прав собственности; индикатор уровня контроля коррупции (control of corruption) *C* отражает предел использования властных полномочий в целях личного обогащения, а также "захват" государственной власти в интересах элит и частных лиц страны.

Анализ временной регрессионной модели индекса *RL* в зависимости от склонности СРО к сдерживанию эффективности рынка *RE* и склонности к ограничению интенсивности правоприменения *IRE* показал, что исключение значимой лишь на 10%-ном уровне переменной *RE* позволило повысить общую достоверность регрессии до уровня 95%. Это вновь подтвердило, что параметр *IRE* отражает особенности деятельности СРО в области правоприменения, равно как и сам индекс *RL* отражает ситуацию с точки зрения качества правоприменительной практики.

Полученные результаты можно интерпретировать следующим образом. Рост склонности СРО к ограничению интенсивности правоприменения (*IRE*) отражается в восприятии экспертного сообщества, и показатель *RL* снижается. Снижение индикатора приоритета закона, в свою очередь, сигнализирует о снижении качества правоприменения частных контрактов и защиты прав собственности, а также о росте вероятности правонарушений на рынке. Это представляет собой угрозу эффективной и стабильной работе финансового рынка. Существенно также, что вариация индикатора качества правоприменения *RL* на 38,6% объясняется вариацией параметра *IRE*.

Анализ регрессии индекса уровня контроля коррупции *C* на переменные *RE* и *IRE* показал, что существует достоверная взаимосвязь между этими переменными, но значительно более сложная, с автокорреляцией второго порядка, чем в случае с индикатором степени приоритета закона *RL*. Рост параметров предпочтений СРО воспринимается экспертным сообществом как рост склонности общественных экономических институтов к использованию собственных властных полномочий в целях обогащения своих членов.

Нормотворцы, но не правоприменители

Изучение последних 20 лет американского опыта саморегулирования показало, что в среднем СРО заинтересованы в принятии норм и законов, стандартов наилучшей практики и профессиональной этики, нацеленных на повышение эффективности рынка, совместно максимизирующих благосостояние СРО. Это справедливо, правда, до определенного коллективно согласованного предела эффективности рынка, который, тем не менее, весьма близок к историческим минимумам неэффективности, а значит

вполне соответствует требованиям суверенного регулятора. Возможно, это одна из причин, по которой СРО в США до сих пор сохраняет широкие регулятивные полномочия в области нормотворчества. Это большой плюс американской системы, особенно с учетом того, что саморегулирование обладает существенным информационным и экспертным преимуществом по сравнению с суверенным регулятором.

С правоприменительной точки зрения, как было установлено, СРО не в состоянии обеспечить надежное исполнение принимаемых ею высокоэффективных правил со стороны профучастников-членов. Это не отвечает их коммерческим интересам, поскольку снизило бы их благосостояние в случае надлежащего правоприменения внутри СРО. СРО, несмотря на принятые правила в отношении собственных членов, нацелена на политику, предусматривающую возможность профучастникам дополнительно заработать на рынке за счет неправомерной практики, то есть инсайдерской торговли, манипулирования ценами активов, нарушения норм достаточности капитала, превышения допустимого риска по торговым позициями т.д. Фактически, выполнение правоприменительной функции не может быть возложено исключительно на саморегулирование. ◻

Примечания

1 См. Stiglitz J. (2009), Regulation and Failure. New Perspectives on Regulation. Cambridge, MA; The Tobin Project. P. 11-23; Gadinis, S., Jackson H. E. (2007), Markets as Regulators: A Survey // Southern California Law Review. Vol. 80. p. 1239-1384.

2 Коммерциализация есть изменение организационной правовой формы биржи с некоммерческой (членской) на коммерческую.

3 См. Aggarwal R. (2006), Demutualization and cross-country merger of exchanges // The journal of financial transformation. №18. P. 143-150; Carson J. W. (2003), Conflicts of Interest in Self-Regulation: Can Demutualized Exchanges Successfully Manage Them? // World Bank Policy Research. No. 3183.P. 75; Carson J. W. (2011), Self-Regulation in Securities Markets. // World Bank Policy Research. P. 201; Karmel R. S. (2002), Turning Seats Into Shares: Causes and Implications of Demutualization of Stock and Futures Exchanges. // Hastings Law Journal. Vol.53. P.367-401; Karmel R. S. (2007), Is the Financial Industry Regulatory Authority a Government Agency? // Brooklyn Law School. No. 86. P. 65; Lee R. (2010), The Governance of Financial Market Infrastructure. Oxford Finance Group.

4 Balleisen E.J., Eisner M. (2009), The Promise and Pitfalls of Co-Regulation: How Governments Can Draw on Private Governance for Public Purpose. New Perspectives on Regulation. Cambridge, MA; The Tobin Project. P.127-149.

5 Schneider J. (2011), Dodd Frank Act Will Transform the Investment Management Industry in Coming Years. // Harvard Business Rev. Электорнный ресурс: http://www.hblr.org/wp-content/uploads/2011/07/KPMG_Schneider.pdf.

6 См. Gadinis, S., Jackson H. E. (2007), Markets as Regulators: A Survey // Southern California Law Review. Vol. 80. p. 1239-1384; Ильин Е.В. (2010), Механизмы саморегулирования на финансовых рынках развитых стран // Лизинг. №12. С.6-22.

7 "Твин пикс" (от англ. twin peaks – "две вершины") — система, при которой саморегулируемым организациям отводится минимум полномочий, а основные функции выполняют два суверенных регулятора, один из которых несет ответственность за пруденциальное регулирования, а другой выполняет остальные функции регулирования профучастников.

8 G30 Working Group (2008), The Structure of Financial Supervision: Approaches and Challenges in a Global Marketplace. Электронный ресурс:http://www.group30.org/images/PDF/The%20Structure%20of%20Financial%20Supervision.pdf

9 FSA (2012), What does regulatory reform mean for your business? Электронный ресурс: http://www.fsa.gov.uk/about/what/reg_reform

10 По данным WFE (World Federation of Exchanges) на конец 2010 года.

11 Система регулирования в США продолжает развиваться по собственному пути. Так, в ответ на коммерциализацию бирж США, регулирующие подразделения ведущих бирж США были выведены в независимые компании и объединены в единую национальную СРО FINRA (Financial Industry Regulatory Authority).

12 Подробно данный метод рассматривается в работе: Ильин Е.В. (2012), Конфликт интересов в саморегулируемых организациях США и неэффективность финансового рынка. // Экономический журнал Высшей школы экономики. №2. С. 264-278, – для случая индивидуальных предпочтений профучастников-членов СРО в отношении неэффективности рынка, а также в работе: Ильин Е.В. (2012), Саморегулируемые организации финансового рынка и их влияние на качество институционального устройства экономики США. // Журнал Новой экономической ассоциации. Готовится к публикации, – для случая агрегированных предпочтений СРО. В рамках настоящей статьи даны лишь основные положения.

13 См. Mahoney P.G. (2003), Public and Private Rule Making in Securities Markets. // Policy Analysis.No. 498. P. 1-16; Karmel R. S. (2007), Is the Financial Industry Regulatory Authority a Government Agency? // Brooklyn Law School. No. 86. P. 65.

14 Соответственно, эффективность рынка – это состояние его минимальной неэффективности.

15 Институциональные перемены, связанные с ростом индустрии по управлению активами, привели к изменению структуры доходов профучастников-членов СРО. В этом можно убедиться, проанализировав отчеты о результатах деятельности финансовых компаний США. Более половины доходов этих компаний в последнее время поступает от деятельности по управлению активами на открытом рынке. Поэтому считается, что в результате произошло изменение коммерческих приоритетов с максимизации брокерских комиссий в пользу максимизации стоимости собственных портфелей под управлением, при этом благосостояние профучастника отождествляется со стоимостью его портфеля.

16 См. Kullback, S., Leibler R.A. (1951): On Information and Sufficiency // Annals of Mathematical Statistics. № 22(1). P.79–86.

17 См. Ильин Е.В. (2012), Конфликт интересов в саморегулируемых организациях США и неэффективность финансового рынка. // Экономический журнал Высшей школы экономики. № 2. С. 264-278.

18 Тогда период, на котором СРО максимизирует совместную полезность, а профучастники – собственную, ограничен 252 днями.

19 Такая форма функции полезности вполне соответствует совместной максимизации стоимостей портфелей профучастников.

20 Разным значениям границ отсечения, очевидно, соответствует разная полезность.

21 Наиболее точного соответствия доходностей портфелей и состояний неэффективности рынка друг другу можно добиться за счет фиксирования периода измерения параметров вектора состояния рынка y. Если значение текущей неэффективности D измеряется на определенном периоде (например, одна торговая неделя), то в качестве текущих доходностей портфелей y_k рассчитываются средние доходности портфелей за тот же период.

22 Оценка коэффициентов относительной несклонности профучастников к риску ⊠k проводится с помощью метода восстановления функций несклонности к риску коллективного рыночного инвестора из цен опционов на национальный индекс. См. Jackwerth J. (2000): Recovering Risk Aversion from Option Prices and Realized Returns // Review of Financial Studies 13. No. 2. P. 433-451.

23 На примере произвольно выбранной функции управляющей компании "Longleaf" (фонд "LongleafPartnersfund")в 2007 году. Параметр ширины интервала Dup - Dlow фиксирован в произвольно выбранной точке (и = 138) области определения функции. Параметр Dlow фиксирован в оптимальном значении в каждой точке Dup - Dlow графика.

24 Тестирование проводилось для логарифмов границ, учитывая, что границы предпочтений всегда неотрицательны.

25 Min(D) и max(D) — это эмпирические минимальный и максимальный уровни неэффективности рынка в данном году. Возникновение минимального и максимального состояний неэффективности рынка является следствием различных факторов, которые могут быть как связаны, так и не связаны с намеренными действиями СРО или ее профучастников.

26 Ellis N.S., Fairchild L.M., Fletcher H.D The NYSE Response to Specialist Misconduct: An Example of the Failure of Self-Regulation» 2009. Электронный ресурс: http://works.bepress.com/nan_ellis/1

27 Комиссия по ценным бумагам и биржам (Securities and Exchange Commission).

28 См. Gadinis, S., Jackson H. E. (2007): Markets as Regulators: A Survey // Southern California Law Review. Vol. 80. P. 1239-1382.

29 См. Gadinis, S., Jackson H. E. (2007): Markets as Regulators: A Survey // Southern California Law Review. Vol. 80. P. 1239-1382; Jackson H., Roe M. (2009): Public and Private Enforcement of Securities Laws: Resource-Based Evidence // Journal of Financial Economics. Vol. 93. P. 61.

30 Ильин Е.В. (2012), Саморегулируемые организации финансового рынка и их влияние на качество институционального устройства экономики США. // Журнал Новой экономической ассоциации. Готовится к публикации.

31 Расследование установило, что профучастники намеренно завышали бид-аск спреды активов, что является грубым нарушением закона США "О ценных бумагах", а также ряда внутренних правил СРО. Сама NASD обвинялась в том, что своевременно не обеспечила соблюдение законодательства со стороны собственных профучастников, намеренно избегала мер правоприменения в отношении нарушителей, противоправные действия которых сказались отрицательно на эффективности рынка. Профучастники СРО неоднократно вводили инвесторов в заблуждение путем ценового сговора, выставляя котировки только по четным восьмым долям доллара (even-eighthprices). Цены, например, выставлялись с интервалами $20 ¼ , $20 ½ , $20 ¾ и $21, а нечетные восьмые доли цены $20 1/8, $20 3/8, $20 5/8 и $20 7/8 пропускались. Инвесторы при этом были вынуждены нести более высокие транзакционные издержки. Искажение и задержка отчетов, дезинформация инвесторов и манипулирование ценами лишили инвесторов возможности получать информацию о справедливой стоимости торгуемых бумаг.

32 См. Report Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934 Regarding the NASD and the NASDAQ Market. (1995). Электронный ресурс: http://www.sec.gov/litigation/investreport/nd21a-report.txt; Lofchie S. D. (2008): Securities Self-Regulatory Organizations. Электронный ресурс: http://www.cadwalader.com/assets/article/050108LofchieMessulanSelfRegOrg.pdf.

33 В рамках обязательств по "нормализации" ситуации на рынке NASD в 1997 году провела реорганизацию совета директоров, создала дочернюю компанию по независимому регулированию рынка NASDAQ, расширила кадровый состав, ответственный за правоприменение, модернизировала систему аудита и мониторинга рынка.

34 См. Kaufmann D., Kraay A., Mastruzzi M. (2010): The Worldwide Governance Indicators Methodology and Analytical Issues. Policy Research Working Paper. No. 5430. Электронный ресурс: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1682130.

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
Курс 4.0 «Депозитарная деятельность»	Москва	29-31.10.2012	пн-ср 18:00-21:00

Семинары для профучастников

Название	Город	Дата	Время проведения
Противодействие легализации доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма	Москва	20.11.2012	14:00-18:00
Практический семинар «НДФЛ по операциям с ценными бумагами и ФИСС за 2012 год»	Москва	20.11.2012	14:00-18:00

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.

КЦ НАУФОР начинает проводить семинары для профучастников по вопросам налогообложения операций на рынке ценных бумаг

- 20 ноября 2012 года в Москве состоится первый практический семинар «Особенности расчета НДФЛ по операциям с ценными бумагами и срочными инструментами за 2012 год».
- В программе семинара вопросы определения налоговой базы за 2012 год по операциям купли-продажи ценных бумаг, операциям РЕПО, операциям со срочными инструментами (детали определения налоговой базы по поставочным и беспоставочным, биржевым и внебиржевым контрактам), займам и валютным операциям, а также расчет материальной выгоды.
- Отдельная часть семинара будет посвящена расчету налога на доходы физических лиц с дивидендов и процентных доходов, а также возврату излишне удержанного НДФЛ. Кроме того, слушателям семинара будет рассказано о новых требованиях к заполнению формы 2-НДФЛ и порядке подачи в налоговые органы сведений о невозможности удержания НДФЛ.
- Семинар будет сопровождаться практическими примерами расчета налоговой базы и заполнения форм отчетности, а также включать обзор разъяснений Минфина РФ по вопросам налогообложения операций на рынке ценных бумаг на за 2012 год.
- Участие в семинарах возможно в форме вебинара (онлайн-трансляция через Интернет).

Подробнее – на сайте www.naufor.ru