Содержание

№7/8, июль-август 2012

Вхождение в капитал

Заместитель генерального директора по инвестиционно-банковской деятельности компании ЗАО «АЛОР ИНВЕСТ» Максим Дрёмин рассказывает Ирине Слюсаревой об опыте организации первичного размещения акций компаний средней капитализации.

12

39

Защита от посредника

Кризисы невозможно отменить — они являются частью объективно существующих жизненных циклов обществ. Но следует учитывать, что кризис — это маятник. И на его амплитуду можно влиять. Следовательно, кризисы можно не только диагностировать, но и смягчать.

ТЕМА НОМЕРА: МАЯТНИК КАЧНУЛСЯ ВНИЗ

4

Ритейл и брокеридж

Генеральный директор ИК «ЦЕРИХ Кэпитал Менеджмент» Александр Баулин рассказывает главному редактору «Вестника НАУФОР» Ирине Слюсаревой о том, как изменится фондовый рынок, если начнет расти, и какие меры могли бы такой рост стимулировать.

ЭКСПЕРТНОЕ МНЕНИЕ

32

Танец вприсядку

Российский рынок акций после трех месяцев активного снижения в июне-июле скорректировался вверх на фоне закрытия игроками «коротких позиций» в ожидании решений по европейским долговым проблемам и смягчения денежно-кредитной политики мировыми центробанками. Отечественный рынок оказался в группе лидеров роста среди emerging markets и лучшим в БРИК.

ЗАДАЧА / РЕШЕНИЕ

44

Коммуникации и бизнес

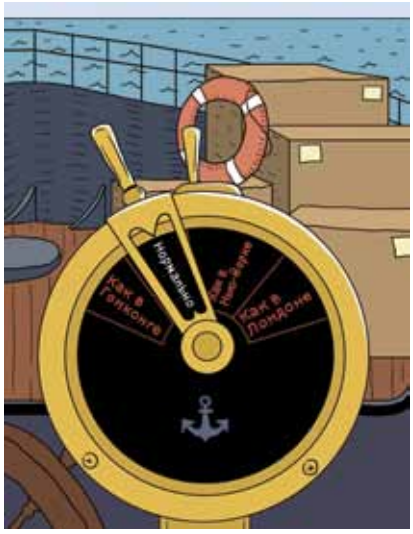
Мир не стоит на месте, и сфера коммуникаций тоже. За последнее время в ней открылся ряд свежих тенденций и были опробованы непривычные инструменты. Что сегодня происходит в коммуникациях в финансовом секторе, по каким направлениям идет развитие?

ПРОФСООБЩЕСТВО

60

Поиск формата

Национальная ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР) подготовила концепцию регулирования розничного рынка FOREX в России и направила ее в Министерство финансов РФ и в ФСФР России. Документ включает в себя описание регулируемого и нерегулируемого розничного внебиржевого рынка FOREX и его правовой сущности, общие черты регулирования этого рынка за рубежом, проблемы и основные задачи регулирования розничного рынка FOREX в России, а также предложения по его регулированию.



В России, а не в офшоре

Директор Ernst&Young Владимир Мурзин рассказывает главному редактору журнала «Вестник НАУФОР» Ирине Слюсаревой о наиболее важных проблемах, накопившихся в области налогового законодательства, и о том, как они влияют на конкурентоспособность российского финансового рынка.

22

50

Создаем буфер

Кредитная экспансия предшествовала банковским кризисам во многих странах. Более того, перед нынешним мировым финансово-экономическим кризисом в большинстве стран мира и, прежде всего в США, наблюдался беспрецедентный по своим масштабам рост кредитования. Что же можно с этим сделать?

Маятник качнулся вниз

В этом номере «Вестника НАУФОР» опубликованы два брокерских интервью.

Максим Дрёмин (заместитель генерального директора ЗАО «АЛОР ИНВЕСТ») рассказывает об опыте своей компании в области долевого финансирования. Его подразделение предлагает клиентам организацию либо IPO, либо private equity (продажу доли фондам или стратегическим инвесторам). Клиенты — российские бизнесы средней капитализации, еще три года назад они финансировались только через банки; бизнес этот не является высоко маржинальным. Но кормит.

Основная тема интервью Александра Баулина (генеральный директор ИК «ЦЕРИХ Кэпитал Менеджмент») — ритейловый брокеридж. Компания после кризиса развивается за счет прибыли без очевидного роста расходов, ждет, когда наступят лучшие времена с точки зрения клиентской активности и приближает это время, работая над популяризацией фондового рынка. Клиентская база в этом сегменте очень узкая, но кормит.

А статья Елены Ненаховой описывает подходы к определению границ избыточности кредитной экспансии коммерческих банков (последняя, собственно, стала причиной нынешнего финансового кризиса).

Связь между темами очевидна, в публикациях масса интересной эмпирики. Просто внимательно читайте.

Вестник НАУФОР

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

Главный редактор **Ирина Слюсарева**

Редакционный совет
Рубен Аганбегян; председатель правления ФК «Открытие»
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

Александр Баулин
генеральный директор ИК «ЦЕРИХ Кэпитал Менеджмент»

Ритейл и брокеридж

Уровень рентабельности позволяет компании набирать персонал, расти и развиваться вместе с рынком, а зачастую и рынку вопреки

Генеральный директор ИК «ЦЕРИХ Кэпитал Менеджмент» Александр Баулин рассказывает главному редактору «Вестника НАУФОР» Ирине Слюсаревой о том, как изменится фондовый рынок, если начнет расти, и какие меры могли бы такой рост стимулировать.

— Александр, в чем состоит нынешняя стратегия вашей компании? Менялась ли она в связи с кризисом?

— По большому счету, стратегия компании «ЦЕРИХ Кэпитал Менеджмент» в последнее время не менялась. Но в связи с кризисом она немного корректировалась по бюджетам и срокам. После того как компанию покинул Александр Щеглов, мы продолжаем двигаться в том же направлении – ритейл и брокеридж, предоставление всего спектра рыночных продуктов широкому кругу частных и институциональных инвесторов. Основное для компании – это, конечно, фондовый ритейл. К сожалению, рост клиентской базы в целом по рынку по этому направлению сейчас крайне мал.

Сейчас клиентская база очень узкая. В отличие от Запада, где практически 90% населения тем или иным образом вовлечено в фондовый рынок, наш рынок на протяжении нескольких лет ограничивается 100 тысячами активных счетов. Но мы надеемся, что рост в России все же произойдет, и мы будем одними из первых, кто пожнет плоды этого роста.

С 2008-2009 года мы функционируем, скажем так, в экономном режиме, не арендуем дополнительных площадей, в регионах открываем не филиалы, а представительства на агентской основе, что позволяет уменьшить затраты и вместе с тем развиваться достаточно динамично. Словом, развиваемся за счет прибыли без очевидного роста расходов. Мы поддерживаем нормальный уровень рентабельности, что позволяет компании и набирать персонал, и расти, насколько позволяет рынок, а зачастую и рынку вопреки. Ждем, когда наступят лучшие времена с точки зрения клиентской активности и приближаем это время работая над популяризацией фондового рынка среди населения. Наша инфраструктура готова обслуживать на порядок большее количество клиентов.

На срочном рынке мы продвигаемся опережающими темпами в связи с тем, что «Церих» — технологичный брокер, скальперы нас ценят и создают нам большие обороты.

Если говорить о развитии в цифрах, то они сравнимы с общерыночными по росту клиентской базы, по числу активных клиентов, по оборотам. На срочном рынке мы продвигаемся опережающими темпами в связи с тем, что «Церих» — технологичный брокер, скальперы нас ценят и создают нам большие обороты. И это реальные обороты. Я знаю, что некоторые брокеры держат специальные отделы, которые проводят операции для того, чтобы поднимать рейтинг по оборотам. У нас этого нет. В последнее время мы акцентировали внимание на срочном рынке, потому что клиентский спрос, по большому счету, смещается туда. Он смещается и в сторону Форекса. Если раньше через Форекс люди выходили на фондовый рынок, то сейчас интерес может быть и обратным.

Срочный рынок популярен среди клиентов еще и потому, что регулятор немного запаздывает с адекватным регулированием маржинального кредитования спот-рынка. Фьючерсный рынок в этом смысле более лоялен и дает большие возможности при меньших деньгах. И хотя на этом рынке большие риски, клиенты их принимают. Поэтому на срочном рынке мы развиваемся сейчас наиболее динамично.

— А как вы оцениваете качество вашей инфраструктуры?

— Что касается технологий, то весь наш технологический парк постоянно обновляется. Мы следим за всеми потребностями рынка и стараемся им соответствовать. Например, размещаем клиентские сервера и у себя, и на бирже.

Если иметь в виду кадры, то у нас достаточно стабильный кадровый состав с небольшой текучестью. В общем-то, коллектив единомышленников.

— То есть у вас командный стиль работы?

— Да, скорее, командный. У нас нет жесткой западной градации. В текущей рыночной ситуации мне это кажется более правильным. Это создает хорошую атмосферу в коллективе и помогает переживать нелегкие времена с наименьшими потерями.

— Мне кажется, что когда будет введен формат T+n, регулирование спот-рынка усовершенствуется.

— Технологии рынка «РТС Стандарт», по большому счету, не отличаются от рынка T+n. Мы готовы к любым изменениям. Весь наш бизнес ориентирован на удовлетворение потребностей клиентов. Есть потребность — мы стараемся ее удовлетворить, предлагая те или иные сервисы и продукты.

T+n, наверно, даст дополнительные возможности для развития спотового рынка, потому что тот последнее время стагнирует — и по оборотам, и по клиентам, и по эмитентам. Многие эмитенты проводят делистинги. То есть ситуация на спотовом рынке объединенной биржи достаточно тревожная и напряженная.

— Как вы прокомментируете уход эмитентов с организованных площадок? Руководство биржи справедливо говорит, что есть такие акционерные общества, которым лучше вообще никогда и не иметь такой организационно-правовой формы? Но ведь есть и другие...

— Да, есть эмитенты, которые проходят листинг, но за этим бизнесом не стоит ничего реального. Насколько мне известно, по всем таким случаям биржа проводит расследование.

Тревожно то, что уходят нормальные эмитенты, те, которые занимаются реальным бизнесом, реальным производством. Либо уходят, либо проводят IPO не в России, а в Лондоне или Гонконге. Нас это беспокоит. Список инструментов, по большому счету, не меняется на протяжении многих лет, а должна быть, что называется, свежая кровь, должны быть венчурные проекты, чтобы привлекать внимание инвесторов.

— Мне недавно один брокер сказал, что будет выводить эмитентов на Варшавскую площадку.

— Именно в связи со стагнацией российского рынка у клиентов растет интерес к международным биржам, и не только к американским или западноевропейским. Народ уже присматривается и к китайскому рынку. Мы тоже будем работать в этом направлении. На международные рынки дают выход все брокеры, и этот сервис пользуется всё большей популярностью.

— Считалось, что объединение бирж придаст некую синергию нашему рынку. Как вы оцениваете результат?

— Мне кажется, они пока и сами не почувствовали никакой синергии. А уж рынок точно не почувствовал никакого синергетического эффекта. Возможно, даже исчезли какие-то арбитражные возможности для клиентов, которые возникали в ситуации существования двух разных бирж. Монополия никогда не приносила пользы. Мне кажется, не принесет она ее и здесь. Но многое будет зависеть от государства и регуляторов.

— Вы имеете в виду программу приватизации?

— Про государство мне бы не хотелось говорить плохо. Но ведь сейчас государство одной рукой приватизирует, а другой забирает обратно. Государственная политика непоследовательна. С одной стороны, есть программы приватизации и наполнения бюджета, а с другой — происходит скупка частных компаний государственными. Я не знаю, как сочетается одно с другим. С точки зрения популяризации российского фондового рынка у инвесторов, особенно западных, такая стратегия мне кажется не очень правильной. Поток западных инвесторов и их интерес к России сильно уменьшился за последнее время, а своих инвесторов не прибавилось.

Если смотреть на наши бумаги по соотношению цена/прибыль, то может быть, какая-то недооцененность

и осталась, но с другой стороны, есть большая закредитованность среди эмитентов. Эмитентов с хорошими балансами, даже крупных, не особенно много. И в этом смысле тоже существуют определенные риски. Случается кризис, и у наших эмитентов наступают трудности и дефолты по кредитным обязательствам. Похоже на то, что акционеры с помощью кредитов заранее выводят прибыль будущих периодов.

— Может быть, нужна амнистия капитала?

— Не думаю, что она поможет развитию фондового рынка. Время для этого уже прошло. Многие сами позаботились о том, чтобы их капитал либо был легитимным, либо находился за пределами России. Если из страны вытекает 80 миллиардов долларов в год, это значит, что капитал предпочитает не амнистию, а более надежное, с его точки зрения, место.

— Приватизация крупных объектов государственной собственности, с вашей точки зрения, тоже особо не оживит фондовый рынок?

— Мне кажется, оживить наш рынок может только последовательная, на протяжении многих лет проводимая в едином ключе, государственная политика. Чтобы действия были последовательными, а правила игры для всех одинаковыми.

Нужна популяризация фондового рынка среди населения. У нас есть большой ресурс в виде активов различных фондов. Если сейчас пенсионные накопления и приходят на фондовый рынок, то только в виде покупки облигаций, поскольку пенсионному фонду нельзя по итогам года быть в убытке (убыток он компенсирует за счет собственных средств). Именно поэтому все деньги отечественных НПФов в основном находятся сейчас в облигациях и депозитах. В акции инвестируется максимум 10%. А здесь есть большой потенциал. Если мы вспомним кризис 2008 года, то, например, норвежский национальный пенсионный фонд потерял 20%, но в течение следующего года заработал 35%; так что по итогам двух лет получилась хорошая доходность. Я думаю, что нам тоже не нужно бояться периодических убытков, и тогда на рынке наступит хоть какое-то оживление.

Про государство мне бы не хотелось говорить плохо. Но ведь сейчас государство одной рукой приватизирует, а другой забирает обратно. Государственная политика непоследовательна. С одной стороны, есть программы приватизации и наполнения бюджета, а с другой — происходит скупка частных компаний государственными. Я не знаю, как сочетается одно с другим.

— Скажите, а переток клиентской базы на Форекс вас не беспокоит? И считаете ли вы, что Форекс надо регулировать?

— Форекс, я уверен, надо регулировать. Но Форекс является и кузницей клиентов для фондового рынка. Редкий клиент, пришедший на фондовый рынок, не торговал раньше на Форексе. Понятно, что в 90% случаев люди теряют там деньги, но это помогает им познакомиться с финансовым рынком и затем более аккуратно оперировать на фондовом. Большой интерес к Форексу, мне кажется, связан именно с тем, что рынок ценных бумаг много лет стоит на одном и том же месте, на нем трудно заработать и инвесторам, и спекулянтам. Люди ищут возможности заработка, а Форекс их предоставляет.

А регулировать его нужно обязательно. Есть компании, работающие на Форексе уже много лет и зарекомендовавшие себя. Но на Форексе полно и мошенников, которые не проводят никаких реальных сделок, а исчезают с клиентскими деньгами. Регулирование помогло бы предотвратить потери клиентов.

— Доверчивость некоторых наших граждан просто не знает границ.

— Доверчивость граждан просто поражает. У человека может быть десять миллионов рублей, и он может быть точно таким же доверчивым, как тот, чьи активы составляют десять тысяч рублей. То есть человек своим трудом, умом заработал денег, но продолжает верить, что кто-то другой может распорядиться его деньгами более грамотно, чем он сам.

— А почему вы фокусируетесь именно на брокеридже? Вот «Алор», например, стал делать IPO для средних клиентов.

— Один спортивный тренер мне говорил: если ты что-то делаешь хорошо, то улучшай именно этот навык, за счет него будешь иметь преимущество. Мы исходим из этого соображения — то, что делаем хорошо, пытаемся делать еще лучше. Любые новые направления бизнеса требуют инфраструктурных расходов. В текущей кризисной ситуации мы стараемся их минимизировать, но продуктовая линейка, касающаяся брокериджа, доверительного управления и всего, что связано с фондовым рынком, представлена в нашей компании широко и продолжает развиваться. Что касается IPO для средних клиентов, мы планируем участвовать в них в качестве соандеррайтера.

— А кто ваш клиент в доверительном управлении?

— В доверительном управлении мы приветствуем институциональных инвесторов. Это, например, неболь-

шие страховые компании, у которых нет собственных специалистов по управлению активами. Хотя наше доверительное управление показывает результаты лучше индексов и, соответственно, лучше рынка, физические лица относятся к этому сервису довольно нервно. Тем не менее они составляют более 50% активов в нашем ДУ.

В любом случае, мы предпочитаем институционалов. Компании, обладающие денежными ресурсами, относятся к процессу управления с пониманием, потому что сами бизнесмены и понимают, как устроен бизнес. В бизнесе результаты иногда могут быть не очень хорошими, иногда даже плохими. Но если на большом интервале получается заработать больше, чем на депозитах или ставке по облигациям, то это уже хорошо.

— Вы много раз повторили, что ориентируетесь на клиента. А как вы с ними общаетесь? Каковы их требования к брокеру?

— Сейчас, когда я стал генеральным директором, на общение остается уже не очень много времени. Но до этого я занимался клиентской службой и общался с клиентами достаточно плотно. Поэтому многое про них знаю. Очень много клиентов, которые с нами уже давно. У нас сложились и личные хорошие отношения. От этих клиентов мы и черпаем информацию. Кроме того, у нас есть дилинговый зал, где общение клиентов и сотрудников клиентской службы происходит в рабочем режиме.

Клиентские потребности, конечно, меняются. И сам клиент меняется. Раньше клиент был больше инвестор. Сейчас он, скажем так, больше спекулянт. Сейчас и брокеры, и биржа технологически продвигаются и дают возможность клиентам оперативнее участвовать в рынке, поэтому прослойка клиентов-скальперов относительно общей клиентской базы, естественно, становится больше.

Требования практически всех клиентов к брокеру примерно одинаковы: быстрый доступ к бирже без сбоев, конкурентные тарифы, оперативное предоставление отчетности и решение текущих проблем, техническая, информационная и аналитическая поддержка.

— Как вы оцениваете перспективы создания в России международного финансового центра? Не могу не спросить про это.

— Если государство будет вести себя в экономике так же, как сейчас, то я оцениваю перспективы его создания как очень низкие. Нужна последовательная государственная политика, нужен рубль в качестве стабильной, крепкой валюты. Когда наш рубль отвяжется от нефти, тогда мы и сможем стать финансовым центром. Иначе если нефть завтра будет стоить 50 долларов, а доллар 50 рублей, то весь финансовый центр развалится за два-три месяца.

Клиент меняется. Раньше клиент был больше инвестор. Сейчас он, скажем так, больше спекулянт. Сейчас и брокеры, и биржа технологически продвигаются и дают возможность клиентам оперативнее участвовать в рынке, поэтому прослойка клиентов-скальперов относительно общей клиентской базы, естественно, становится больше.

— Сколько может заработать скальпер? Мне не кажется, что это какие-то серьезные деньги.

— Мое личное мнение таково, что скальпер не может заработать вообще. Скальперы пытаются отнять деньги друг у друга и в процессе этого отнятия содержат брокеров и биржу. Всем известно, что вечного двигателя не бывает. Тем не менее люди с энтузиазмом берутся за создание его аналогов и верят, что можно сделать биржевого робота, который будет работать вместо них и зарабатывать деньги. Биржа как-то пытается ограничивать эти процессы и брать дополнительную плату за повышенную активность роботов. Мне кажется, это правильный подход. Потому что если из тысячи заявок исполняется одна, то все остальные, по большому счету, являются спамом. И если из-за спама подвисает торговая система и от этого страдают все остальные участники, то это не кажется мне правильным.

— С кем вы конкурируете, если, конечно, конкурируете?

— Мы удовлетворяем потребности клиентов. А с кем мы конкурируем, видно по рейтингам. С кем мы не конкурируем, так это с банками.

— Как вы оцениваете работу НАУФОР?

— В целом НАУФОР — хорошая и правильная организация. По сути, это единственная структура, которая пытается отстаивать интересы участников рынка. С НАУФОР у нас сложились хорошие, конструктивные отношения. Это полезная для нас организация, и хорошо, что она есть. ◻

Максим Дрёмин
заместитель генерального директора по инвестиционно-банковской деятельности и стратегическому развитию ЗАО «АЛОР ИНВЕСТ»

Вхождение в капитал

Многие компании, готовящие IPO, на финише сделки могут предпочесть размещению продажу доли либо фонду, либо стратегическому инвестору

Заместитель генерального директора по инвестиционно-банковской деятельности компании ЗАО «АЛОР ИНВЕСТ» Максим Дрёмин рассказывает Ирине Слюсаревой об опыте организации первичного размещения акций компаний средней капитализации.

— Максим, какие инструменты финансирования инвестиционный блок компании «АЛОР ИНВЕСТ» сейчас рекомендует компаниям – своим клиентам? Менялся ли спрос на инструменты в течение кризиса?

— Мы акцентируем внимание в первую очередь на компаниях средней капитализации (от одного миллиарда рублей до десяти). Это наш сегмент. Предлагаем увеличение долевого капитала, то есть либо IPO, либо private equity (продажу доли фондам либо каким-то стратегическим инвесторам). Как правило, обсуждается размещение долей от 15% до контрольного пакета.

Долговым финансированием мы занимаемся в меньшей степени. Если такая потребность у клиента есть, мы ее реализуем, но все же, как правило, эти вопросы компании решают с коммерческими банками. Наша специфика — сделки с долевым капиталом. Многие компании начинают работать с нами по вопросам проведения IPO, но на практике сделки часто заканчиваются не размещением, а продажей долей фонду либо какому-то «стратегу». Процесс подготовки сделки вхождения в капитал в принципе одинаков, поэтому мы доводим компанию до определенной готовности и за месяц-два до завершения принимаем решение, куда все-таки идем. Если в сторону публичного размещения, то организуем роуд-шоу, различные конференции, презентации и пытаемся закрыть сделку через IPO. Либо, если принято решение о частном размещении, тогда точечно работаем с фондами и продаем компанию им.

— Когда именно компании стали обращаться к вам с целью подготовки IPO? Ведь еще не так давно в этом сегменте работали лишь российские «дочки» глобальных инвестбанков. Было ли какое-то затихание активности во время кризиса?

— Сегмент компаний, с которыми мы работаем, специфичен тем, что стал смотреть на рынок привлечения инвестиций всего лишь последние

три-четыре года. Раньше эти компании в принципе не думали о проведении IPO или привлечении фондов. Они работали только с банками. Не буду говорить, что сегмент компаний средней капитализации был открыт компанией «АЛОР», но в какой-то степени это так. Когда мы провели на бирже ММВБ первые сделки —размещение ОАО «Институт стволовых клеток человека», затем ОАО «Фармсинтез» и ряда других компаний — то другие бизнесы, увидев возникший положительный опыт, активно пошли в этот сегмент, начали приходить к нам с просьбой сделать для них то же самое. На текущий момент существует уже своего рода поток таких сделок. Я бы не сказал, что кризис повлиял на процесс негативно. Многие компании приходят с прицелом выхода на рынок через год-два, поскольку понимают, что готовиться надо уже сейчас. И кризис их не сильно смущает. Если они будут готовы через полтора года и кризиса не будет, значит, они будут выходить на размещение; если начнется кризис, значит, они перенесут время.

— Получается, на решение компании о размещении оказывает влияние главным образом положительный пример?

— Да, компании видят положительный пример, видят, что на рынке реально есть деньги, которые можно привлечь либо через IPO, либо у фондов. Они понимают, что их масштаб и размер уже позволяют это сделать. Если раньше все считали, что IPO могут делать лишь достаточно крупные компании с хорошо развитым бизнесом, то теперь есть четкое понимание, что компании средней капитализации вполне могут рассчитывать на тех же инвесторов.

Мы совершенно открыто предлагаем такие варианты с пониманием, что можно достичь хороших результатов.

— Вы сказали, что уже создался активный поток клиентов. Поток — это сколько?

— На текущий момент у нас в работе семь активных сделок. Какие-то мы уже объявили и ведем открыто, какие-то пока только готовим и объявим в ближайшее время. Но поток есть, и он постоянно увеличивается, желающих найти деньги на рынке много.

— Вы сказали, что фактически открыли сегмент размещений для среднего и мелкого бизнеса. Как это получилось и кто с вами вместе на этом рынке?

— Мы стали первопроходцами при размещении акций ОАО «ИСКЧ» («Институт стволовых клеток человека»). С компанией мы давно знакомы, они были нашими клиентами по другим услугам. Попробовали вывести ИСКЧ на IPO. Это получилось достаточно хорошо, после чего по нашим стопам пошли и остальные. На этом рынке также активны «Финам», «Русские фонды», «Открытие». Может быть, будут появляться новые компании, потому что на бирже зарегистрировано, кажется, около 50 листинговых агентов. Но реально активно пока работаем мы, «Финам», «Русские фонды». Среди проводимых сделок много «технических», то есть акции и паи фондов допускаются к обращению без проведения реального широкого размещения. Мы стараемся ориентироваться именно на рыночные сделки — реальные размещения и реальных инвесторов, поэтому размещенные нами бумаги в дальнейшем живут своей жизнью достаточно неплохо.

— Крупным недостатком рынка РИИ является то, что после размещения акции падают в цене. Что вы думаете по этому поводу?

— Проблема есть. Более того, сейчас именно она наиболее серьезна для последующих размещений. Но в первую очередь она связана с тем, что рынок все-таки достаточно низколиквиден. До сих пор не сформировалась критическая масса инвесторов, которые изучают компании в этом сегменте и готовы в них инвестировать. Зачастую компания-эмитент может достаточно успешно разместиться, найти первых держателей, но не может найти новых инвесторов, к которым бумага должна переходить. Многие первые держатели входят в бумагу и на два-три-четыре года замораживают ее в своем портфеле. Поэтому часто цены акций после размещения падают.

Эту проблему мы пытаемся решать и сами, и с привлечением партнеров. Решением нам кажется популяризация сегмента эмитентов средней капитализации среди инвесторов. Этим занимается и биржа, и «АЛОР» — популяризируя эти бумаги среди частных инвесторов. Еще одна мера, помогающая решить проблему падения цен, — это аналитика, однозначно. Мы сталкивались с тем, что бумага разместилась, а дальше по ней никакой новой информации не выходит, то есть в информационном плане бумага умирает. Это плохо. Мы пытаемся поддерживать постоянный информационный поток и призываем наших партнеров объединять усилия с целью того, чтобы компании, которые вышли на

Многие компании приходят с прицелом выхода на рынок через год-два, поскольку понимают, что готовиться надо уже сейчас. И кризис их не сильно смущает. Если они будут готовы через полтора года и кризиса не будет, значит, они будут выходить на размещение; если начнется кризис, значит, они перенесут время.

публичный рынок, после этого продолжали давать инвесторам необходимую информацию.

Существенным фактом также является формат самого размещения, информация о том, как оно проходило. «АЛОР» публикует информацию достаточно открыто — мы сообщаем, сколько инвесторов было привлечено, например. Если по ОАО «ИСКЧ» их было более 300, то по ОАО «Фармсинтез» — уже более 600. По другим размещениям такой публичной информации нет — ни по ОАО «Платформа Ютинет.ру», ни по ОАО «Русские навигационные технологии», ни по ОАО «ДИОД». Поэтому уже первоначально инвесторская база там получилась недостаточно сильной. Потому по этим бумагам ситуация еще сложнее, и исправить ее, то есть вывести акции на какой-то нормальный уровень ликвидности и котировок, еще труднее.

В целом по эмитентам, которых выводил ЗАО «АЛОР ИНВЕСТ», ситуация достаточно позитивная. В частности, акции ОАО «ИСКЧ» сейчас торгуются выше цены размещения, по ним очень хорошая ликвидность (для таких объемов размещения). С «Фармсинтезом» ситуация несколько осложнилась тем, что компания сразу после IPO ушла в ряд достаточно серьезных непубличных сделок, которые на текущий момент не закрыты. Поэтому компания старается пока не раскрывать лишнюю информацию. Мы надеемся, что к концу года эти сделки будут завершены, и информация появится, что позитивно отразится на котировках и ликвидности.

Мы постоянно коммуницируем с инвесторами, практически все они сейчас ожидают завершения сделок, но готовы ждать и не продают бумаги по текущим котировкам, потому что верят в будущее этой инвестиции.

«РНТ» — тоже очень сильная компания, мы отслеживаем результаты ее работы, и сейчас они уже превзошли те ожидания и обещания, которые имели место в момент проведения IPO. Но, к сожалению, на котировках это не отражается, потому что в первую очередь некому покупать и продавать – круг инвесторов очень сильно ограничен. Во-вторых, компания не активна в своем пиаре, так как главная для них задача — построение собственного бизнеса, и фондовый рынок — это для них второстепенное.

— Это не может стать типичной ситуацией? Есть мнение, что когда размещается инновационная компания, то затем она из кожи лезет вон, чтоб быть публичной всю оставшуюся жизнь. А тут получается, что компания ведет себя как после ваучерной приватизации.

— Ну это не совсем так, компании после первичного размещения более прозрачны и красивы. Но, думаю, что лишь процентов 20 владельцев компаний реально понимают, зачем им нужна публичность и какие она дает дополнительные плюсы. У владельца ОАО «ИСКЧ», скажем, есть полное понимание ситуации, и всю работу компании он настраивает на повышение капитализации.

Могу сказать, что к этому идет и ОАО «Фармсинтез», поскольку у компании существует четкий план по выходу на иностранную биржу.

У других компаний таких планов, насколько мне известно, нет. Для них IPO стало одноразовой игрушкой — выйти, привлечь денег и дальше забыть про это. Конечно, это плохо. С теми компаниями, которые ЗАО «АЛОР ИНВЕСТ» сейчас готовит к IPO, мы изначально проговариваем, что размещение — это не однодневная задача, с ней придется жить долгие годы. Если вы не готовы тратить деньги, силы и время, то лучше не идти на IPO, а привлечь в качестве инвестора какой-нибудь фонд, получить те же самые деньги.

— Из каких соображений в принципе структурируется сделка?

— Какова бы сделка ни была — публичная или непубличная, — компания должна отвечать определенным критериям: по своей структуре, финансовым показателям, прозрачности собственности, прозрачности денежных потоков, снятию ключевых рисков, связанных с владением основными активами. Соответственно, когда мы начинаем работать с компанией, то в первую очередь оцениваем эти параметры, проводим достаточно глубокий due diligence. После этого выдаем рекомендации, что необходимо сделать для того, чтобы компания воспринималась инвесторами правильно и по той оценке, которая будет, скажем так, комфортна для акционеров.

Зачастую акционеры принимают большинство наших рекомендаций, и далее мы совместно претворяем их в жизнь. Если необходимо, меняем структуру. Многие компании имеют форму собственности ООО, а для выхода на биржу нужна форма ОАО. Мы их реструктуризируем, приводим в необходимый формат владение всеми активами. Часто бизнес представляет собой не одно юридическое лицо, а много юридических лиц с неясной структурой владения. Мы все это четко выстраиваем, прописываем

Существенным фактом также является формат самого размещения, информация о том, как оно проходило. «АЛОР» публикует информацию достаточно открыто — мы сообщаем, сколько инвесторов было привлечено, например.

владение под головную компанию, — ту, которая уже будет размещаться на бирже. Не секрет, что многие компании до сих пор работают по серым схемам, то есть имеют денежные потоки, которые не показывают, не отражают в отчетности. Мы рекомендуем им привести свою деятельность в соответствие нормам, и в 99% случаев они это делают, выходят из серых схем и отражают в отчетности все существенные факты.

Затем происходит создание системы раскрытия информации и настройка системы PR и IR. Если компания раньше вообще не раскрывала информацию о себе, то мы пытаемся перевести ее на рельсы публичности. Процесс, как правило, занимает около шести месяцев, и далее они сами начинают готовить внутреннюю информацию и доносить ее до прессы и до инвесторов.

Через шесть месяцев компания в значительной степени меняется, по ней появляются все необходимые инвестиционные материалы. Как правило, мы ведем параллельные переговоры с фондами, пытаемся понять их интерес к этому бизнесу. И уже опираясь на предварительную заинтересованность фондов, принимаем с владельцами бизнеса решение о том, идти ли на IPO, видя при этом возможность продажи акций широкому эмитенту, либо идти в сторону частной сделки — продавать долю бизнеса одному-двум-трем фондам. Если решение принимается в пользу IPO, то, соответственно, далее начинаются различные роуд-шоу, презентации, реклама. На этой базе формируется книга заявок, а затем следует размещение.

— **А если это частная сделка, то она просто закрывается?**

— Если это частная сделка, то там немного другая процедура. Мы подбираем фонд. Фонд со своей стороны проводит due diligence, целиком проверяет компанию. Если те цифры, которые на начальном этапе сделки выдавали

мы, подтверждаются, то сделка удачно закрывается.

— Структурирование еще включает в себя выбор площадки и выбор юрисдикции.

— Внутри России площадка сейчас единая, вариантов нет. А о западных площадках эмитентам того масштаба, с которыми мы работаем, думать еще рано. Западная площадка — это привлечение от 50-70 миллионов долларов. Это либо Лондон, либо Варшава, либо биржа где-то в Германии, например, Франкфурт.

Варшава — очень хорошая площадка. Например, многие украинские компании размещаются именно там и довольны этим размещением. Честно говоря, сейчас мы рассматриваем Варшаву как альтернативу российской бирже, потому что в России текущая ситуация с ликвидностью и с размещениями оставляет много вопросов. Вполне может быть, что в будущем кого-то из наших клиентов мы поведем в Варшаву.

Но там другой процесс подготовки к размещению, все намного сложнее. Во-первых, туда нельзя вывести российскую компанию, поэтому надо создавать промежуточную структуру либо в Голландии, либо еще где-то. Технически это доступно и, в принципе, быстро и недорого. Но, во-первых, это дополнительное время, во-вторых, там однозначно нужна отчетность, аудированная по МСФО, в то время как в России на размещение можно пройти и без нее. Поэтому процесс подготовки к размещению на той же Варшавской бирже, скорее всего, будет идти дольше. Но я считаю, что Варшава — перспективная площадка.

— Вы сказали, что ситуация с ликвидностью и последними размещениями в России оставляет много вопросов. А если конкретнее, то что именно не радует? И нельзя ли поставить вопросы, чтобы IPO все-таки возвращались?

— Поставить вопрос, наверно, можно (*смеется*), но я не знаю, кто должен их решать. Все упирается в инвестора.

В России очень слабая инвесторская база, это надо реально понимать. У нас ключевые инвесторы — банки и фонды под управляющими компаниями. Для них для всех важен объем инвестиций и ликвидность. И сказать, что они готовы инвестировать в тот же «Фармсинтез», у которого весь free float — 20 миллионов долларов… Здравомыслящий банк возьмет не более 5–7% процентов от free float, то есть, в случае «Фармсинтеза», это не более 2–3 миллионов долларов. Это очень маленькая позиция, под нее банки не готовы привлекать своих аналитиков, чтобы те изучали риски этого эмитента и так далее. Но даже если такие инвесторы готовы взять акций на два миллиона, то на конец года им надо выйти из этой позиции, а рынок по «Фармсинтезу» не дает такой ликвидности. Получается, чтобы выйти из позиции в два миллиона долларов, нужно полтора месяца. Поэтому для банков и фондов сегмент small and medium-sized-компаний закрыт, давайте здраво это оценивать.

Инвесторы-физлица на российском рынке есть, но в большей степени это спекулянты, которые работают внутри дня либо внутри недели, для них такая бумага тоже не интересна. А физиков, которые ищут стратегические, долгоиграющие идеи, мало. Многих мы знаем, со многим работаем, они становятся костяком инвесторской базы при наших продажах. Но кроме них никого нет. Мелких фондов в России практически не существует, хедж-фондов тоже нет. Продавать-то и некому. Если б было кому продавать, то рынок бы постепенно начал вырастать.

Сейчас появилась идея закрепить на законодательном уровне возможность направлять в этот сегмент определенную долю пенсионных накоплений. В принципе здравая мысль. Тогда появились бы якорные инвесторы, за счет которых росла бы масса эмитентов, для которых крупные инвестбанки делали бы специальную аналитику, и эта аналитика позволяла более мелким инвесторам принимать адекватные решения. Однако, зная тонкости нашего пенсионного законодательства, не думаю, что это произойдет в ближайшее время. Есть более глобальные проблемы, чем рынок РИИ.

Последние три-четыре года (если не брать кризисный спад) отмечается сильный интерес участников ипотечного рынка к работе в российском правовом поле. Этот интерес связан с потенциально возможным размещением инвестиционных бумаг по российскому законодательству. Секьюритизация остальных активов пока, к сожалению, специально не регулируется российским законодательством.

— Я оцениваю такие изменения как вероятные. Ветер дует вроде бы в ту сторону…

— Пока это только разговоры. Я еще не видел ни одного документа на уровне законодательных инициатив, где хоть как-то упоминалась бы возможность пенсионным фондам инвестировать подобным образом. По пенсионным накоплениям пока идет обсуждение возможности инвестировать их хотя бы не только в ценные бумаги из списка А1. Снять хотя бы это ограничение, которое душит всех. До инновационных компаний речь пока еще не дошла. Я думаю, что это произойдет не раньше 2014 года. А если пенсионные накопления вообще отменят?

— То есть Варшава лучше, потому что там другая ситуация с ликвидностью и инвесторской базой?

— Насколько мне известно, у них на законодательном уровне принято обязательство по инвестированию пенсионных накоплений в бумаги, размещающиеся на национальной бирже. Есть реальные деньги, которые идут в размещающиеся компании. Плюс требования Варшавской биржи к эмитентам ближе к требованиям западных стандартов, поэтому иностранным инвесторам размещающиеся в Польше эмитенты более понятны. И в принципе (при создании необходимой ликвидности) иностранные инвесторы готовы этих эмитентов покупать. Причем эмитентами могут быть украинские компании, риски по которым, возможно, больше, чем по российским.

— Получается, что ваше поле не очень урожайное, и поэтому на нем не видно больших игроков.

— Для больших игроков это вообще не поле. За тот уровень комиссии, которые платят организатору размещения данные компании, аналитики глобальных инвестбанков даже не будут их изучать. Поэтому мы чувствуем себя достаточно комфортно. У нас издержки ниже, и мы вполне можем конкурировать в этом сегменте. А среди компаний нашего уровня конкуренция невысока. Мало компаний, которые имеют качественные IB-блоки, которые могут на практике реализовать такие сделки. Но я думаю, что со временем конкуренция будет усиливаться, как только рынок станет адекватным и на нем появится больше сделок.

— Какие еще вещи можно сделать для того, чтобы сделать рынок более адекватным? Может, законодательство подкрутить, налоги, еще что-то?

— Насчет налогов не уверен. Не знаю, в какой стадии находится идея освободить инвесторов в инновационные компании от налога на доход. И я не

Инновационная компания должна, грубо говоря, выдавать большую норму доходности, чем «Газпром» либо Сбербанк. И если она сверхдоходна, то проблемы платить НДФЛ нет.

считаю, что эта идея в принципе рабочая. Инвестор априори готов этот налог платить. Инновационная компания должна, грубо говоря, выдавать большую норму доходности, чем «Газпром» либо Сбербанк. И если она сверхдоходна, то проблемы платить НДФЛ нет. Инвестор принимает решение не на базе того, заплатит он налог или нет, а на базе того, что он вообще готов рисковать и идти в венчурные компании, и будет ли у него на это рынке большая норма доходности.

Поэтому должна возникать возможность для инвестора именно выйти в итоге из бумаги. Должно быть четкое понимание того, кто дальше за ним в эту бумагу войдет. Должна быть какая-то преемственность: сначала бумагу покупают небольшие физики, затем, с ростом капитализации, более крупные фонды, затем — банки, управляющие компании. Если такой лестницы нет, то обеспечить выход инвестору — проблема.

— Хотелось бы проговорить вопросы по поводу сотрудничества собственно с биржей. Комфортно ли с ней работать? Чего бы вы от биржи хотели?

— Да, работать с биржей нам комфортно — реально помогают, содействуют. Все, что от них можно получить, мы получаем, и с этой точки зрения никаких проблем нет.

Что касается вхождения «Роснано» и РВК, то пока никаких конкретных результатов я не вижу. Это не прибавило рынку ни ликвидности, ни новых инвесторов.

— Можно ли считать, что они просто еще не успели повлиять на ситуацию, или вы считаете, что и РВК, и «Роснано» могли бы действовать как-то иначе уже сейчас?

— Думаю, что когда они начнут выводить на биржу эмитентов, которых сами нашли и вырастили, то вполне возможно, что под такие размещения смогут привлечь какие-то новые сегменты инвесторов. И это будет плюсом.

— Какие еще интересные инструменты у вас есть помимо IPO?

— Сейчас мы достаточно активно работаем с фондами. Фондов сейчас много, и почти все они с деньгами. И все активно готовы рассматривать различные инвестидеи, потому что на рынке инвестиционных идей очень мало. По этому сегменту ведется активная работа.

Другой вопрос, что фонды в качестве инвесторов часто не интересуют самих эмитентов, потому что владельцы бизнесов боятся потери контроля. К тому же в фондах сделка вхождения в капитал совершается по английскому праву, что накладывает массу всяких ограничений и проблем. В английском праве такая сделка — это всегда соглашение акционеров, то есть жесткое ограничение текущих собственников по принятию решений, по возможности дальнейшей продажи пакетов и прочее. Конечно, наши российские собственники часто не готовы к такому. Поэтому здесь проблема в большей степени состоит в том, чтобы объяснить, что если акции покупает фонд, то реализуется другой принцип — основной собственник перестает быть главными и каждый свой «чих» ему придется согласовывать с новыми акционерами.

— Независимо от того, какой пакет фонды берут?

— Они всегда покупают не меньше 15%, но за эти 15% получают такие же права, как владелец блокирующего пакета. То есть при вхождении в капитал компании фонд получает право вето на любые крупные действия. И место в совете директоров. Если собственник хочет уменьшить свою долю, то это также можно делать только по согласованию с новым акционером. Но мы не видим в этом ничего плохого, просто нужно менять менталитет наших собственников. Потому что фонд — это не только деньги, но и опыт. Они дают наработки по корпоративному

управлению, контакты за рубежом. Мы рекомендуем смотреть на фонды как на потенциальных инвесторов активнее. Но кто-то из владельцев бизнесов все равно наотрез отказывается — только IPO.

Я считаю, что такая практика будет меняться. Сейчас государство закручивает гайки, и серые схемы становятся опасными и невыгодными. Ментальность в плане того, что нужно делиться полномочиями и всем остальным, тоже постепенно меняется. Все видят, что в бизнес приходят новые стандарты.

— Сейчас плохое время для фондового рынка и чего уж там говорить, для IPO. В то же время запущена идея строительства финансового центра. Как вы к ней относитесь?

— Начнем с того, что я не до конца эту идею понимаю — что такое международный финансовый центр на базе России? Я сомневаюсь, что у нас получится создать второй Лондон…

— Есть два крупных центра, которые никто никогда в ближайшей перспективе не переиграет, — Нью-Йорк и Лондон. Это в сущности один и тот же рынок. Но в какое-то время выросла Юго-Восточная Азия и отстроила свои модели. Можем ли мы встроиться в международное биржевое разделение труда?

— Рынки тяготеют к местам концентрации капитала. В России необходимой концентрации капитала, если откровенно, нет. Вся капитализация нашего рынка равна капитализации одной компании Apple. Если говорить про иностранных инвесторов — они, как показывает наше общение, не рассматривают в данный момент Россию как глобальную площадку для размещения собственных инвестиций, в том числе и из-за существующих политических рисков. Да, есть капитал, который уже работает здесь, но, грубо говоря, он никак ни инфраструктурно, ни исторически не привязан к нам, поэтому может уйти в любой момент на другие площадки, которые по совокупности факторов будут для него более комфортны.

— Если бы удалось консолидировать капиталы на какой-то части постсоветского пространства, это все равно не было бы серьезно?

— Сложно сейчас глубоко оперировать цифрами, но мне кажется, что даже если взять Украину, Белоруссию и Казахстан, то их совокупный капитал составит, в лучшем случае, одну треть от российского. Даже консолидация с ними не даст роста, который нужен. А нужен рост в разы.

Для того чтобы Россия стала мировым финансовым центром, должны произойти очень серьезные изменения, после которых наши крупные инвестиционные компании и банки, которые сейчас спокойно торгуют в Лондоне, вернутся обратно в Россию. Но, к сожалению, ликвидность сейчас сосредоточена именно там, да и работать с иностранными инвесторами пока проще именно там.

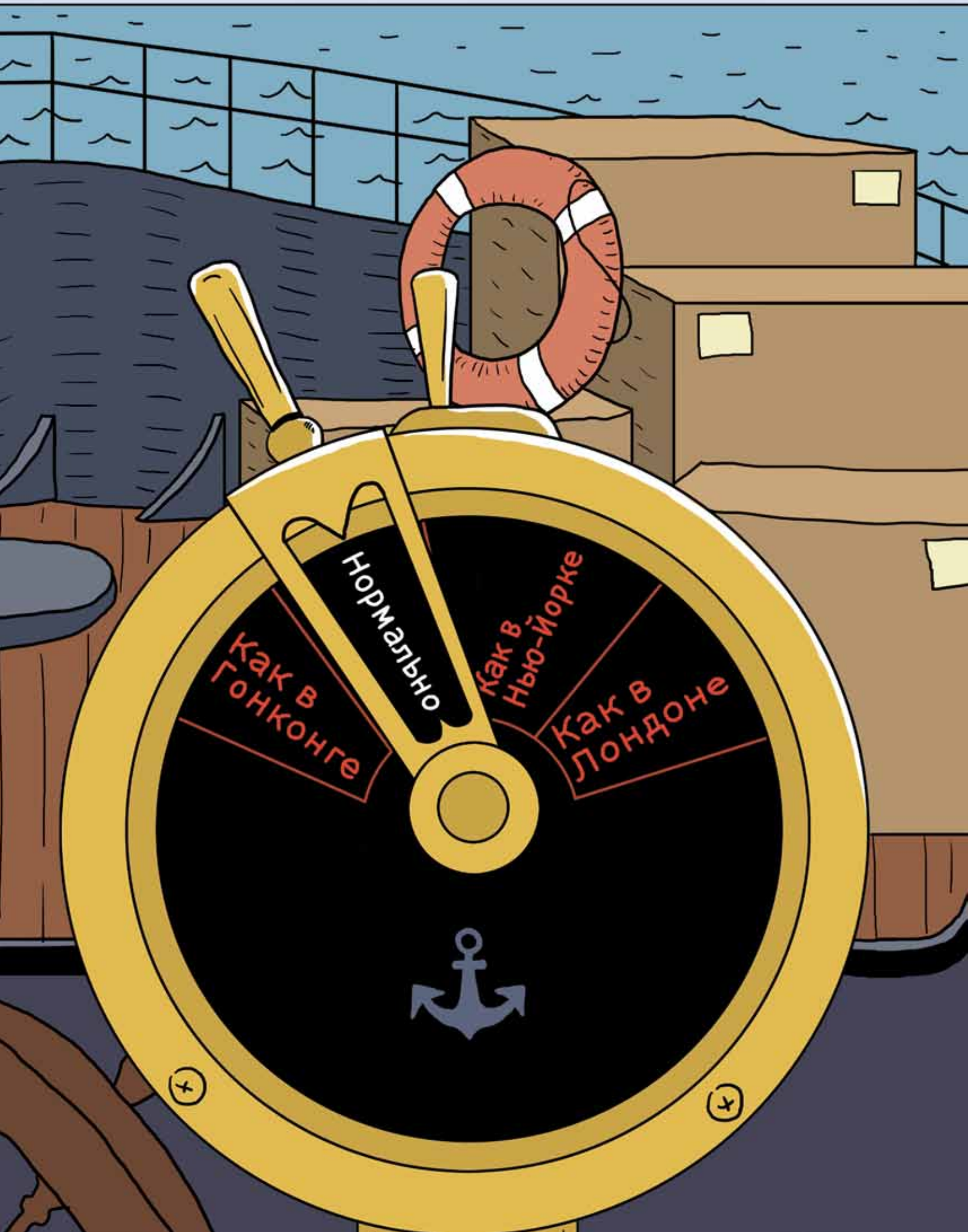
— В таком случае каковы же могут быть перспективы нашей собственной биржи и, кстати, вашей компании, работающей по преимуществу здесь?

— Биржа работает, и в принципе неплохо работает. Рынок есть. И биржа будет расти со всем рынком на 10–15% в год. Но сказать, что случится какой-то рывок, и мы догоним Лондон, — это вряд ли.

Давайте посмотрим на тот же Франкфурт. За последние пять лет он очень сильно потерял свои позиции. Оттуда точно так же уходит ликвидность, туда перестают приходить новые эмитенты.

Капитал уходит из всех промежуточных точек. Там, где концентрация капитала велика, она еще увеличивается, а там, где мала — уменьшается.

Я общался с эмитентами, которые в свое время неплохо разместились во Франкфурте. Сейчас же они в один голос говорят, что там нет ликвидности, нет инвесторской базы, и они ищут, куда бы оттуда сбежать. Кто-то рассматривает Варшаву. Но, по моему мнению, Варшава — это примерно тот же Франкфурт. Сейчас она еще поразвивается лет пять, а дальше будет то же самое — прилив инвесторов закончится, ликвидность тут же упадет, и эмитенты точно так же побегут еще куда-то. Россия же еще не начала этого пути, и может быть, мы будем следующими за Варшавой. ◻


Нормально
Как в Гонконге
Как в Нью-Йорке
Как в Лондоне

Владимир Мурзин
директор Ernst&Young (налоговые услуги финансовому сектору)

В России, а не в офшоре

Сделать в России МФЦ по типу Лондона или Нью-Йорка — нереально. Но можно попробовать улучшить инвестиционный климат до приемлемого бизнесом

Директор Ernst&Young Владимир Мурзин рассказывает главному редактору журнала «Вестник НАУФОР» Ирине Слюсаревой о наиболее важных проблемах, накопившихся в области налогового законодательства, и о том, как они влияют на конкурентоспособность российского финансового рынка.

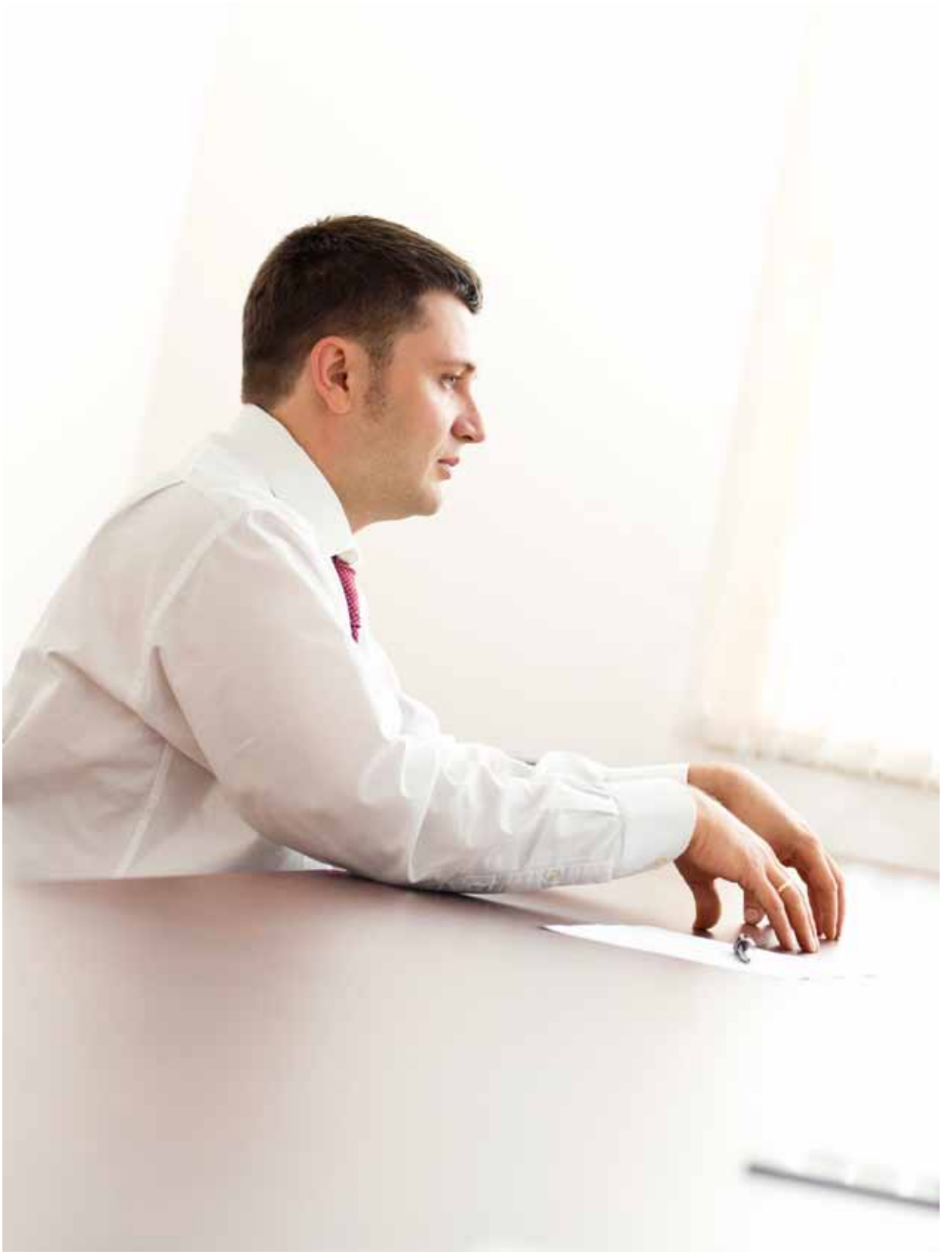
— Владимир, как вы подключены к теме создания международного финансового центра?

— В рабочей группе под руководством Александра Стальевича Волошина (созданной по инициативе тогда президента Медведева) уже полтора года существует несколько подгрупп, работающих в том числе над совершенствованием гражданского и налогового законодательства. Одна из задач этих групп — проанализировать те препятствия, которые не позволяют рассматривать Россию как международный финансовый центр на данном этапе, и предложить законодательные инициативы, улучшающие инвестиционный климат.

— Когда создавали международный финансовый центр в Эмиратах, то инвесторы пожелали, чтобы все происходило по англосаксонскому праву. И в ОАЭ пошли на то, чтобы кардинально изменить национальное законодательство, сделали максимально знакомую инвесторам правовую среду. О чем может речь идти у нас?

— Все понимают, что для того чтобы создать в России условия для МФЦ по типу Лондона или Нью-Йорка — может потребоваться достаточно много усилий и времени. На данном этапе можно попробовать улучшить инвестиционный климат и можно попытаться создать региональный финансовый центр, по аналогии с ОАЭ. Причем не стоит задача сделать финансовый центр исключительно в Москве. Преследуется цель создать на всей территории Российской Федерации условия, которые способствовали бы формированию МФЦ.

Такие задачи стоят и в отношении налоговой подгруппы, в которой активное участие принимает компания Ernst&Young. В подгруппу входят представители крупнейших российских банков, дочерних компаний иностранных банковских холдингов, известные профучастники рынка ценных бумаг, страховые компании фонды и т.п., — то есть различные участники финансового рынка.



Если говорить о предварительных итогах, то они уже есть: на уровне Правительства РФ утверждены основные направления налоговой политики, подготовленные Минфином. Наиболее важные проблемы в части налогового законодательства были включены в основные направления налоговой политики на 2013–2015 годы.

Хотелось бы остановиться на нескольких вопросах:

1. Мы участвовали в обсуждении принципов налогообложения процентного дохода по еврооблигациям. Закон № 97-ФЗ, принятый в июле этого года, в отношении выпусков осуществленных до 1 января 2014 года, снял проблемы, которые возникли для выпусков российскими компаниями еврооблигаций. То есть дана небольшая отсрочка для того, чтобы в рабочем режиме разработать порядок налогообложения, основанный на статусе конечного бенефициара, то есть фактического получателя дохода.

Надо сказать, что методология, которая должна прийти на смену этому переходному периоду, находится уже в процессе завершения. Вполне возможно, что уже осенью мы увидим изменения в законодательстве, связанные с этой новой методологией, основанной на фактическом собственнике дохода.

2. В июле президент подписал Закон об освобождении от налога на добавленную стоимость с 1 января 2013 года широкого перечня финансовых услуг: услуг брокерских, дилерских, клиринговых компаний, управляющих компаний, негосударственных пенсионных фондов, услуги маркетмейкеров и ряд других (все они перечислены в Законе № 145- ФЗ). Этим законом для российского финансового рынка будут созданы более конкурентные условия ведения бизнеса, потому что на западном рынке эти услуги не подлежат обложению НДС.

Конструкция изменений в отношении НДС особая. Было согласовано, что освобождаются от налога услуги в области профессиональной лицензируемой деятельности на рынке ценных бумаг, а также деятельности на рынке ценных бумаг, товарных и валютных рынках, специально поименованной в Законе. При этом в рамках брокерской деятельности или иной подпадающей под освобождение деятельности есть ряд операций, связанных с такой деятельностью, но не попадающих под ее определение, например, услуги финансового консалтинга. Должен появиться перечень услуг, освобождаемых от налога, утверждаемый Правительством РФ, непосредственно связанных с профессиональной лицензируемой деятельностью. Этот перечень сейчас подготавливается Федеральной службой по финансовым рынкам.

— Какие есть еще спорные моменты в части НДС?

— В части налога на добавленную стоимость тоже есть направления для совершенствования. Помимо того что часть коммерческих операций уже освобождена от НДС, все равно остается необходимость расширить этот перечень. Например, в отношении операций с драгметаллами. Есть идея освободить от НДС операции факторинга, потому что в любом случае они связаны с финансированием.

Возникают вопросы при распределении налога на добавленную стоимость в случае раздельного учета, когда есть облагаемые и необлагаемые операции. В частности, когда за основу берутся операции с ценными бумагами, то сейчас в качестве необлагаемой части принимается выручка. И часть НДС, которая могла бы подлежать вычету как уменьшение обязательств перед бюджетом по НДС, с точки зрения этой пропорции несколько искажается для компаний, которые совершают операции с ценными бумагами. Поставить к вычету НДС по этому налогу нельзя, потому что необлагаемый оборот в общем объеме доходов составляет большую величину. Одно из предложений — брать не доход, а все-таки прибыль, что больше соответствует сути вещей.

Если говорить о предварительных итогах, то они уже есть: на уровне Правительства РФ утверждены основные направления налоговой политики, подготовленные Минфином. Наиболее важные проблемы в части налогового законодательства были включены в основные направления налоговой политики на 2013–2015 годы.

— Какие изменения планируются в отношении финансовых инструментов?

— Этой осенью ожидается большое количество изменений (они подготовлены рабочей группой по налогам и согласовываются с регуляторами), касающихся финансовых операций, — в отношении ценных бумаг, производных финансовых инструментов, операций репо с ценными бумагами, в отношении выполнения функций налогового агента депозитарием (в связи с новациями в законодательство о рынке ценных бумаг, в том числе в связи с введением статуса центрального депозитария и понятия иностранного номинального держателя ценных бумаг). Кроме того, предлагается устранить большое количество технических неточностей, накопившихся на текущий момент. Не секрет, например, что два года мы живем в отсутствие возможности применить метод ЛИФО в отношении ценных бумаг.

Российское законодательство должно позволить сбалансировать, с одной стороны, интересы государства в части налоговых поступлений, и, с другой стороны, интересы бизнеса, для роста экономики.

Соответствующие изменения были внесены в основную часть Налогового кодекса, а норма в части налогового учета сохранилась. То есть поправки в отношении ЛИФО исключили, но в специальной части кодекса, где речь идет о налоговом учете, метод ЛИФО до сих пор числится как возможный, по которому можно учитывать стоимость выбывающих ценных бумаг. В бухгалтерском учете и в налоговом законодательстве от ЛИФО отказались, но при этом технически в одном месте это исключили, а в другом оставили.

В последнее время было принято много изменений в законодательство, но ни один закон не обошелся без внесения каких-либо уточнений и корректировок. Предполагается, что все накопившиеся подобного рода несоответствия тоже должны быть устранены уже этой осенью.

— Можно ли считать, что неравенство условий нашего рынка сравнительно с другими в отношении налогов осенью будет устранено?

— Есть очень большая надежда, что это будет так. Хотя, я думаю, что налоговые проблемы с развитием бизнеса возникают постоянно. Налоговое законодательство — одно из самых динамичных. Российское законодательство должно позволить сбалансировать, с одной стороны, интересы государства в части налоговых поступлений, и, с другой стороны, интересы бизнеса в плане развития, привлечения инвестиций, создания стимулов для роста экономики, в том числе финансового сектора.

Надо создать базу для долгосрочного финансирования — в этой связи, нам представляется необходимым создание налоговых стимулов для долгосрочного инвестирования населением на финансовых рынках, как частного, так и коллективного.

Конечно же, с развитием бизнеса может появляться необходимость в дальнейшем изменении налогового законодательства. И неправильно было бы считать, что все накопленные на сегодняшний момент поправки решат все проблемы.

Мы ставили перед собой задачи максимально полно использовать европейский опыт, международный опят, чтобы не было слишком явных диспропорций между российским налогообложением и налогообложением в наиболее прогрессивных развитых или развивающихся странах. Хотя в России уже сейчас есть впечатляющие результаты, например, низкий 13%-ный подоходный налог. В Европе в ряде стран этот налог может превышать и 50%. Во Франции, например, после прихода к власти социалистов налог на богатых еще увеличился, и все говорят о бегстве капитала из Франции.

Вот еще один из самых ярких моментов. Когда до 2002 года еще был Закон РФ № 2116-1 «О налоге на прибыль предприятий и организаций», то в отношении ценных бумаг налоговое законодательство предусматривало девять налоговых баз. Это значит, что убытки по каждой из категорий, формирующих налоговую базу, принимались в уменьшение доходов только по этой категории доходов. Эти девять баз были выделены в разрезе ценных бумаг. Это были векселя, биржевые акции, небиржевые акции, биржевые облигации, небиржевые облигации и так далее по списку. С 2002 года с введением налогового законодательства эти налоговые базы были укрупнены. Из девяти баз осталось две – биржевые ценные бумаги и небиржевые ценные бумаги, и были особые правила в отношении налоговой базы для профессиональной деятельности. Такого количества отдельных баз в развитых странах нет.

Мы предлагаем на данном этапе хотя бы еще больше укрупнить налоговую базу. То есть если мы говорим о регулируемом (биржевом) рынке,

независимо от того, ценные ли это бумаги или производные финансовые инструменты, то предлагаем, чтобы результаты этих операций сальдировались с общей налоговой базой, доходами и расходами в рамках обычной деятельности.

Понятна обеспокоенность налоговых органов и Министерства финансов в отношении внебиржевых операций, в частности, операций с векселями. Здесь отсутствует готовность объединить результат, и в частности убытки от операций с такими инструментами, с общим результатом деятельности. При этом всё идет не по пути ужесточения, а по пути либерализации налогообложения операций с финансовыми инструментами.

— Вы уже несколько раз хвалили Минфин, хотя известно, что в области налогообложения операций с ценными бумагами Минфин много лет не хотел давать никаких налоговых послаблений. Из ваших слов вытекает, что Минфин стал более конструктивен.

— На моей практике я не могу сказать, что Минфин был когда-либо не конструктивен. Я бы, наверно, разделил проблему на две составляющие. Если мы говорим о налогообложении операций с ценными бумагами физических лиц, то здесь Минфин до сих пор держит оборону в плане рассмотрения дополнительных льгот. «У нас низкая 13%-ная ставка и нет необходимости в дополнительном стимулировании», — слышим мы от Минфина..

На большинство предложений Минфин не говорит «нет», он говорит «давайте обсуждать». Сейчас, например, есть льгота, если бумаги находятся у одного владельца в течение пяти лет. НАУФОР выступает с инициативой сократить этот срок до трех лет, или еще лучше, до года. Есть вариант, при котором, если владелец продержал ценные бумаги год, для него будет возможен частичный вычет в налоговой базе, два года, вычет выше, три года — вычет на 100 процентов.

Другой пример, если мы рассмотрим налогообложение накопленного купонного дохода (НКД) по ценной бумаге, то по сравнению с другими видами объектов инвестирования (например реализация недвижимости, размещение средств на депозиты в банках) в отношении НКД по ценным бумагам у нас никаких льгот не предусматривается. Здесь можно говорить о том, чтобы позволить в определенных рамках вывести процентный доход из под налогообложения, например, по аналогии с депозитами в банках.

Помимо специальной льготы в отношении операций с ценными бумагами НАУФОР выступает с инициативами о введении механизма налогового стимулирования для операций с индивидуальными инвестиционными и (или) пенсионными счетами. Сейчас идут активные дискуссии с Минфином по этому вопросу. Можем ли мы пойти по такому же пути, какой существует в настоящее время в Соединенных Штатах Америки и той же Европе? Такие операции не выдуманы НАУФОР или российским рынком, они существуют в мировой практике.

— Изменится ли налогообложение юридических лиц?

— По юридическим лицам предлагается очень много изменений. Эти предложения можно разделить на несколько направлений, вот некоторые и них.

Во-первых, совершенствование налогового администрирования. В частности, сейчас активно обсуждается вопрос о предоставлении возможности предварительного согласования налоговых последствий сделок. С 1 января 2012 года появилась возможность в отношении крупных сделок сотрудничать с Федеральной налоговой службой через форму заключения соглашения о трансфертном ценообразовании. Мы говорим о более широкой возможности применения такого подхода — так, как это действует на Западе, в частности, в Европе. Это возможность предварительного согласования с налоговыми органами налоговых последствий каких-то сделок, доступных для более широкого круга налогоплательщиков.

Сейчас активно обсуждается вопрос о предоставлении возможности предварительного согласования налоговых последствий сделок. С 1 января 2012 года появилась возможность в отношении крупных сделок сотрудничать с Федеральной налоговой службой через форму заключения соглашения о трансфертном ценообразовании. Мы говорим о более широкой возможности применения такого подхода.

На Западе это называется tax ruling. Это один из интересных примеров совершенствования налогового администрирования.

Другое направление — это методология в разрезе налогов. Если мы возьмем налог на прибыль, то помимо сказанного в отношении укрупнения налоговых баз, есть большое количество вопросов в отношении применения рыночных цен, трансфертного ценообразования. Сегодня правила трансфертного ценообразования по ценным бумагам работают очень «механически» без учета параметров сделки и сопоставимости рыночных котировок, особенно по малоликвидным бумагам. Насколько можно использовать цены биржевого рынка в сделках когда, например, продается контрольный пакет? Даже если взять 10% от уставного капитала банка, входящего в первую десятку, то это будут очень большие объемы. Вот эти вопросы хотелось бы урегулировать в плане возможности «оглядываться» на объемы.

С 1 января 2012 года у нас введено законодательство о трансфертном ценообразовании сделок с зависимыми лицами. Из него есть исключение — это сделки с ценными бумагами, с производными финансовыми инструментами. До сих пор эти сделки контролируются на предмет рыночности не только с зависимыми, но и с независимыми лицами. Тут потенциально возникает излишний элемент контроля. Манипулировать ценами и, соответственно, получать какую-то выгоду от совершаемой сделки, скорее всего, могут взаимозависимые лица. Независимым лицам при прочих равных условиях, наверно, будет сложно «договориться» (в плохом смысле) между собой в силу больших рисков.

И один из вопросов, который мы пытаемся поставить,— а нужен ли этот контроль в сделках с независимыми лицами. То есть цены, о которых мы договорились, если мы действительно независимые, являются рыночными по факту.

Кроме того, у налоговых органов есть другой инструмент — объявленная Высшим арбитражным судом возможность переквалификации сделки с налоговыми последствиями, когда в сделке нет деловой цели. Если сделка преследует только налоговый арбитраж, то налоговый орган формально может предъявить претензию, выйти с иском в суд и предложить пересмотреть налоговый результат. Это, конечно, сложный в реализации инструмент. Этот метод связан со сбором информации, с доказательствами, но так происходит во всем мире. Наши налоговики, надо заметить, успешно учатся применять его на практике.

Конечно, есть ряд вопросов по налогу на прибыль, требующих корректировки. Это признание убытков

по ценным бумагам от списания, это формирование резервов. Массовое банкротство эмитентов во время кризиса 2008 года показало неготовность российского налогового законодательства в полной мере обслуживать эти убытки. По факту получается, что инвестор и так наказан, потеряв свои инвестиции, а тут еще возникают некие препятствия в процессе признания безнадежного долга в виде ценной бумаги в уменьшение налоговой базы по налогу на прибыль.

Есть ряд вопросов, касающихся нормирования расходов в виде процентов по долговым обязательствам. Это всем известная статья 269 Налогового кодекса. В этом году заканчивается действие временных правил, устанавливающих предельные лимиты. Проценты по долговым бумагам нормируются в основном исходя из ставки ЦБ. И по рублевым долговым обязательствам они увеличены сейчас в 1,8 раза, а по валютным обязательствам ставка ЦБ скорректирована на коэффициент 0,8. Здесь та же проблематика — если независимые стороны договорились друг с другом о какой-то величине процентной ставки, то это рыночное значение процентного расхода, которое не должно быть нормировано. Мы надеемся, что законодатель позволит вычет рыночных процентов, а налогоплательщик должен иметь возможность обосновать рыночный уровень процентов.

— То есть общий тренд такой — если агенты не взаимосвязаны, то при прочих равных условиях правильно считать, что они все делают на основании рыночных механизмов и только если удастся доказать, что это не так, то тогда уже применять к ним нормы закона?

— По крайней мере, это то, что мы заявляем как приоритеты. Я не думаю, что в части этих вопросов удастся внести такие нормы уже к 1 января 2013 года, но следует поступательно к этому

двигаться. Это нормальная мировая практика.

Если мы говорим о налоге на прибыль, то есть еще одна интересная тема — отсутствие в настоящее время в российском законодательстве вопросов регулирования операций подразделений мультинациональных компаний. Это касается не только финансового сектора (где мультинациональные финансовые корпорации представлены в России дочерними структурами), но и любых других компаний. Вопрос состоит в отсутствии регулирования операций, предусмотренных законодательством соответствующих развитых стран в части распределения затрат и прибыли, так называемых операций cost sharing и profit allocation, когда головная организация осуществляет затраты, необходимые для всей группы в целом. Это могут быть ИТ-решения, исследования кредитного риска заемщика, примеров можно привести очень много. Это опять-таки лежит в плоскости трансфертного ценообразования, и это требование, в том числе, Организации экономического сотрудничества и развития.

То есть затраты фактически осуществляются в головном офисе, но они распределены между компаниями группы, поскольку имеют отношению к ведению бизнеса во всех странах. То же касается и распределения прибыли, что крайне актуально для финансового сектора. Если предоставление финансовой услуги осуществляется и в Российской Федерации, и за ее пределами (что становится все более частым по мере глобализации финансовой индустрии), то есть необходимость вознаграждения подразделения (например, российского), которое участвовало в сделке посредством распределения части прибыли, заработанной компанией в целом. ◻

Последние три-четыре года (если не брать кризисный спад) отмечается сильный интерес участников ипотечного рынка к работе в российском правовом поле. Этот интерес связан с потенциально возможным размещением инвестиционных бумаг по российскому законодательству. Секьюритизация остальных активов пока, к сожалению, специально не регулируется российским законодательством

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.

Виктор Коновалов
заместитель директора «Интерфакс-ЦЭА»

Танец вприсядку

Рынок акций РФ после трех месяцев активного снижения в июне-июле скорректировался вверх

Российский рынок акций после трех месяцев активного снижения в июне-июле скорректировался вверх на фоне закрытия игроками «коротких позиций» в ожидании решений по европейским долговым проблемам и смягчения денежно-кредитной политики мировыми центробанками. Отечественный рынок оказался в группе лидеров роста среди emerging markets и лучшим в БРИК.

Рост российского индекса S&P/IFCI по итогам первых двух летних месяцев составил 11% (5-й результат из 21 фондового индикатора emerging markets).

Рост российского индекса S&P/IFCI по итогам первых двух летних месяцев составил 11% (5-й результат из 21 фондового индикатора emerging markets), индийский рынок вырос при этом на 6,4%, бразильский – на 2,5%, а китайский рынок — на 1,6%. Наилучшие результаты по итогам июня-июля показали фондовые рынки Турции (+22,3%), Венгрии (+17%), Мексики (+15,7%) и Польши (+14,8%).

Если же брать итоги первых семи месяцев 2012 года, то здесь фондовый рынок России показал роста в 2,5%, бразильский рынок при этом снизился на 5,3%. Фондовый рынок Индии вырос на 7,4%, Китая — на 3,6%.

Рынок акций РФ в июне

Несмотря на позитивные итоги первого месяца лета, в первый день июня российский рынок акций находился под давлением продавцов на фоне негативной динамики мировых площадок из-за углубления долговых проблем в еврозоне и слабой статистики из Китая и США, которая привела к обрушению нефтяных цен. Индекс РТС 1 июня падал до 1200 пунктов — минимума с середины сентября 2009 года, индекс ММВБ не удержал в этот день рубеж 1300 пунктов, даже несмотря на резкое ослабление рубля.

Негативом для рынков стали слабые данные о производственной активности в Китае — официальный индекс менеджеров закупок (PMI) Китая упал в мае до минимальных в этом году 50,4 пункта с 53,3 пункта в апреле, оказавшись ниже ожиданий рынка. Розничные продажи в еврозоне в апреле упали на 1% при прогнозах снижения на 0,1%, а заказы промышленных предприятий Германии в апреле упали на 1,9% при прогнозах сокращения на 1,1%. Безработица в еврозоне в апреле достигла 11% — максимума с начала отслеживания этих данных в 1995 году. Вдобавок ко всему безработица в США в мае выросла до 8,2% (не ожидалось из-

В этой статье:

Движение курсов отечественнх акций.

Внешние условия и российский рынок.

Заявления регуляторов как факторы роста.

менений с уровня 8,1%), а прирост числа рабочих мест составил всего 69 тыс. (ожидался рост на 150 тыс.).

Лишь после этого российский рынок акций стал корректироваться вверх на фоне некоторого улучшения внешней конъюнктуры на ожиданиях новых мер количественного стимулирования экономик мировыми центробанками. Поддержку Европе оказывали также ожидания, что европейские лидеры предпримут шаги в направлении бюджетного союза в еврозоне, который поможет послекризисной стабилизации региона.

По итогам очередного заседания ЕЦБ оставил ставку на уровне 1% годовых. Глава ЕЦБ Марио Драги подтвердил предыдущую оценку инфляции в еврозоне — выше 2% в 2012 году — и заявил, что темпы инфляции в еврозоне соответствуют понятию ценовой стабильности, отметив наличие понижательных рисков для экономического прогноза еврозоны. Кроме того, по словам М. Драги, ЕЦБ будет предоставлять банкам неограниченные кредиты по фиксированной ставке, по крайней мере, до 15 января 2013 года.

Оптимизм инвесторов поддержало также решение Народного банка Китая снизить с 8 июня процентную ставку на 0,25 процентного пункта (впервые с 2008 года) для стимулирования экономического роста в стране.

Вместе с тем выступивший в Конгрессе США глава Федерального Резерва Бен Бернанке разочаровал инвесторов, не дав намеков на новый раунд количественного стимулирования. По его словам, текущий финансовый кризис в еврозоне и налогово-бюджетная политика США создают существенные риски для американской экономики. В сложившихся условиях Федеральный резерв готов к решительным мерам, добавил Бернанке, не уточнив, о каких шагах идет речь.

Некоторое снижение рынков вызвали также новости о понижении сразу на три ступени рейтинга Испании агентством Moody's. Основанием для снижения рейтинга Испании стало решение страны запросить кредит объемом до 100 млрд евро из европейских стабфондов, что увеличит долговое бремя страны, а также «очень ограниченный» доступ Испании к финансовому рынку и все большая уязвимость ее экономики.

В дальнейшем рост был поддержан итогами парламентских выборов в Греции, где победила правая партия «Новая демократия», которая поддерживает соглашения с Евросоюзом и МВФ. В результате возросли шансы формирования работоспособного коалиционного правительства. К позитивным новостям участники рынка отнесли и решение о пополнении антикризисных ресурсов МВФ на 456 млрд долларов по итогам заседания «большой двадцатки» в Мексике.

В свою очередь Банк Англии объявил о формировании монетарной программы, которая включает LTRO (длительное кредитование банков) на 80 млрд фунтов стерлингов, а также другие механизмы поддержания ликвидности.

Пик роста российского рынка акций пришелся на конец второй декады месяца, после чего ситуация локально ухудшилась. Инвесторы по-прежнему были обеспокоены долговой ситуацией в Испании, где доходность госбумаг превысила 7% годовых. Ранее Греция, Ирландия и Португалия были вынуждены обратиться к международному сообществу за помощью, когда стоимость заимствования превысила 7%-ный барьер.

Локальную просадку мировых рынков, в том числе и российского рынка акций, вызвали итоги очередного заседания Федеральной резервной системы США, которая не стала объявлять новый раунд количественного смягчения. ФРС оставила базовую процентную ставку неизменной, снизила прогнозы экономического роста и инфляции на ближайшие три года, объявив, что уровень безработицы останется выше 8% до конца 2012 года. Объем так называемой операции «Твист», направленной на удлинение срочности бумаг в портфеле американского ЦБ, был увеличен на 267 млрд долларов, а сама программа была продлена до конца 2012 года.

В Азии негативом стали данные из Китая: предварительное значение индекса менеджеров закупок (PMI) за июнь составило 48,1 пункта, что является минимальным значением этого показателя за последние семь месяцев против 48,4 пункта в мае.

Снижению также способствовали новости о понижении агентством Moody's рейтингов 15 глобальных финансовых институтов США и Европы, что связано с «волатильностью и рисками»

на рынках капитала и снижением прибыльности банковского сектора. В частности, снижение рейтинга затронуло пять крупнейших банков США (Morgan Stanley, Bank of America, Citigroup, Goldman Sachs, J.P. Morgan Chase), Великобритании (Royal Bank of Scotland Group, Barclays, HSBC), Франции (BNP Paribas, Credit Agricole, Societe Generale), также были понижены рейтинги Credit Suisse, UBS и Deutsche Bank.

На статистике из Китая, решениях ФРС и данных о запасах нефти в США мировые цены на нефть упали к минимумам за восемь месяцев.

Негативом также стали заявления Банка международных расчетов об ограниченых возможностях мировых ЦБ по поддержанию экономического роста, поскольку они «обеспокоены затянувшимся количественным стимулированием». Кроме того, пессимизм рынков поддержали заявления известного американского инвестора Джорджа Сороса о том, что неспособность европейских лидеров принять решительные меры в ходе саммита ЕС может повлечь за собой крах европейской валюты.

Разочаровали инвесторов и июньские статданные из Европы: сводный индекс делового и потребительского доверия к экономике еврозоны упал до 89,9 пункта — минимума более чем за 2,5 года, а в Германии неожиданно выросла до 6,8% безработица.

Лишь в конце месяца российскому рынку акций вновь удалось выйти на траекторию роста и вплотную приблизиться к максимумам конца первой декады июня. Рынок акций РФ в последнюю неделю июня вырос на решениях саммита лидеров стран Евросоюза, касающихся мер поддержки европейских банков для преодоления долгового кризиса. Президент ЕС Херман ван Ромпей объявил о выделении 120 млрд евро на стимулирование экономического роста в Европе. Также были смягчены правила погашения задолженности для испанских банков и требования к рекапитализации проблемных банков ЕС в целом. Лидеры ЕС договорились о разработке плана создания на базе Европейского ЦБ единой системы надзора за банками, которые при необходимости можно будет напрямую капитализировать из средств европейских антикризисных фондов. При прямом кредитовании банков не происходит увеличение госдолга отдельных стран и не возникает необходимость снижать статус частных держателей их долга. Это, в частности, может улучшить условия помощи Испании и стабилизировать ее долговой рынок, посчитали инвесторы.

Рынок акций РФ в июле

Динамика торгов на российском рынке акций в июле несколько раз меняла свое направление — в течение этого периода были две явные волны снижения и три волны роста, и именно благодаря последней волне, сформировавшейся в середине третьей декады июля, рынок смог закрыться в позитивной зоне.

Первая волна роста отечественного рынка акций пришлась на первую неделю месяца — рынок рос благодаря ожиданиям стимулирующих мер от мировых центробанков и позитивной статистике. Японский индекс оптимизма производителей Танкан во II квартале вырос до минус 1 пункта против минус 4 пунктов в I квартале, тогда как аналитики не ожидали изменений. Официальный индекс менеджеров закупок (PMI) Китая в июне снизился до минимальных за семь месяцев 50,2 пункта при прогнозах падения до 49,9 пункта. Индекс деловой активности еврозоны в июне составил 45,1 пункта, хотя аналитики не ожидали изменений с уровня 44,8 пункта. В Европе вышли хорошие данные о розничных продажах в еврозоне (выросли в мае на 0,6%, тогда как аналитики не ожидали изменения показателя).

Народный банк КНР неожиданно объявил о снижении базовых процентных ставок. Банк Англии оставил процентную ставку на уровне 0,5% годовых, но увеличил объем выкупа активов на 50 млрд фунтов (до 375 млрд фунтов). ЕЦБ понизил базовые процентные ставки на 0,25 процентного пункта.

Рынки затем развернулись вниз после того, как глава ЕЦБ Марио Драги заявил, что повышенная неопределенность негативно сказывается на доверии к экономике, индикаторы указывают на продолжившееся сокращение ВВП еврозоны во II квартале и проявились новые риски для прогноза экономического роста еврозоны. Глава ЕЦБ также отметил, что снижение ставки может оказать лишь ограниченное влияние на экономику еврозоны, которая скатывается в рецессию.

Решения ЕЦБ и ЦБ Китая вызвали в конце первой недели месяца сомнения инвесторов, что снижение ставок достаточно для сдерживания падения темпов экономического роста. ЦБ еврозоны не представил никаких мер, направленных на снижение доходности гособлигаций Испании и Италии, что усилило опасения участников рынка относительно разрастания долгового кризиса в Европе.

Первую волну снижения спровоцировали также данные с рынка труда США за июнь, оказавшиеся хуже ожиданий аналитиков: число новых рабочих мест составило всего 80 тыс. при прогнозах на уровне 100 тыс. Подлили масла в огонь и разочарования относительно нового раунда количественного стимулирования от Федрезерва США (в опубликованных протоколах июньского заседания инвесторы не нашли намеков на объявление QE-3 на ближайшем заседании ФРС).

Азия просела на заявлениях премьера Госсовета КНР о том, что китайская экономика испытывает «сравнительно большое понижательное давление», а также на фоне слабых статданных из США и Японии. Заказы промпредприятий в Японии, важный индикатор капиталовложений на ближайшие полгода, рухнули в мае на 14,8% при прогнозах снижения на 2,6%. В Европе рост доходности гособлигаций Испании усилил опасения относительно долгового кризиса в еврозоне.

В начале второй декады июля рынок вновь развернулся в сторону роста на новостях из Китая — данные о ВВП Китая оказались несколько хуже прогнозов, но они способствовали росту ожиданий, что власти КНР предпримут дополнительные меры для поддержки экономического роста. Рост китайской экономики ко второму кварталу 2012 года замедлялся шестой квартал подряд вслед за ослаблением внешней торговли и промышленного производства (до 7,6% в годовом выражении — самого низкого темпа с первого квартала 2009 года).

Поддержку рынкам Азии оказали заявления премьера Госсовета КНР Вэня Цзябао о намерении расширять меры, направленные на поддержку экономики страны. Правительство будет «подстраивать» денежно-кредитную политику во втором полугодии, чтобы поддержать экономический рост, сказал он.

Вторая волна падения, в ходе которой были установлены месячные минимумы, стала прослеживаться в конце второй декады июля на фоне роста опасений за судьбу еврозоны. Поводом для роста опасений послужило заявление премьер-министра Испании Мариано Рахоя, который был вынужден отказаться от оптимистического прогноза, согласно которому экономика страны вырастет в 2013 году на 0,2%. Согласно обновленному прогнозу, Испанию ожидает рецессия: ВВП в 2013 году снизится на 0,5%.

Предпоследняя неделя июля начиналась с падения к уровням 28 июня вслед за обвалом мировых площадок и нефти из-за опасений в отношении Греции, Испании и Китая; индекс РТС 23 июля упал почти на 5%, обогнав в падении рублевый индекс ММВБ (-3%) из-за ослабления рубля (доллар вырос за день на 64 копейки).

По оценке одного из членов Китайского ЦБ, рост ВВП Китая может замедлиться до 7,4% в годовом выражении в текущем квартале с 7,6% во втором квартале, которые уже оказались минимальными за три года. Испания пересмотрела про-

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

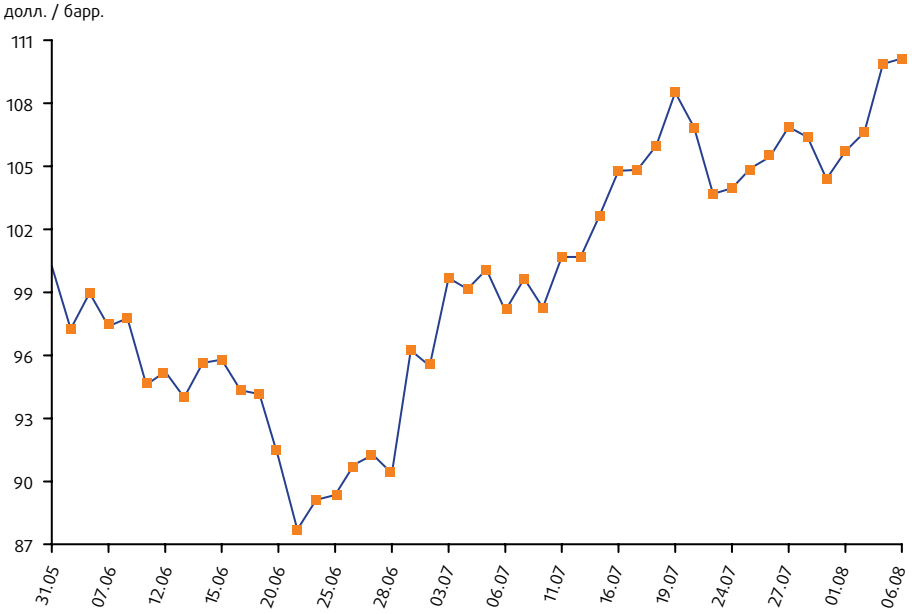
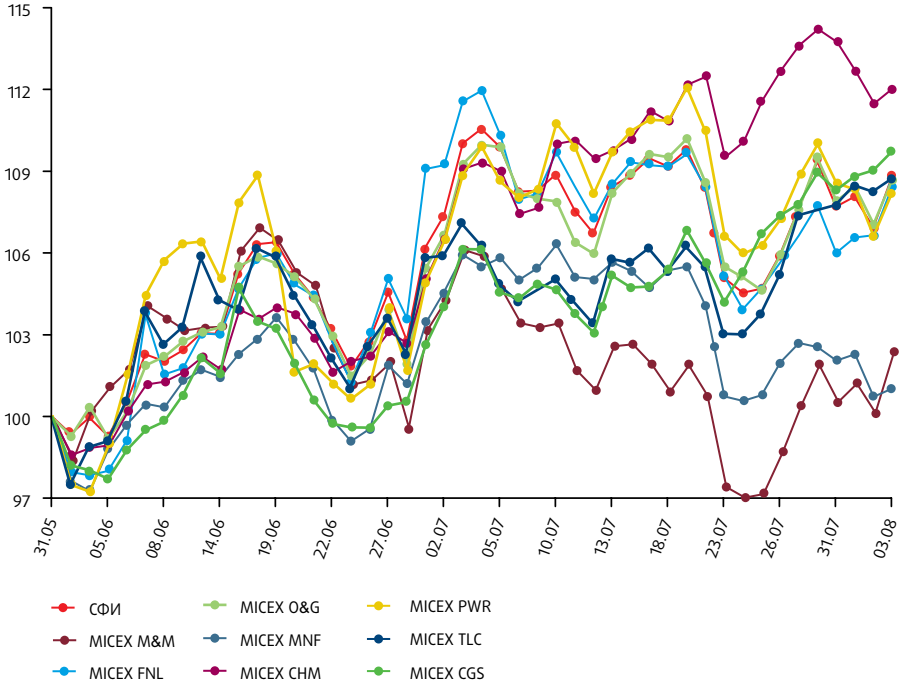


Рисунок 2. **Динамика сводного и отраслевых фондовых индексов ММВБ**



Источник: ММВБ.

гнозы экономического роста на 2012–2014 годы с существенным понижением. Негатива добавила и европейская статистика — предварительная оценка индекса потребительского доверия в еврозоне в июле снизилась до минус 21,6 пункта при прогнозах снижения до минус 20 пунктов.

Агентство Moody's снизило прогноз рейтинга Германии со «стабильного» до «негативного», указав на растущие риски в связи с долговым кризисом в еврозоне, в результате которого финансовая помощь может потребоваться Испании и Италии. Кроме того, Moody's понизило прогнозы рейтингов Люксембурга и Нидерландов.

В США вышла слабая статистика по индексу менеджеров по снабжению производственного сектора (индекс в июле снизился до 51,8 пункта с июльского уровня 52,5 пункта), а также деловой активности в сфере услуг ФРБ Ричмонда (индекс в июле упал до минус 11 пунктов с июньских 9 пунктов), что не добавило оптимизма на мировые площадки.

Последнюю волну роста на всех мировых рынках, в том числе и на российском рынке акций, вызвали заявления главы ЕЦБ Марио Драги о нерушимости евро. «В рамках своего мандата ЕЦБ готов сделать все, что потребуется, чтобы сохранить евро. И поверьте мне, этого будет достаточно. Евро нерушим», — заявил глава ЕЦБ. Вышедшая затем в США статистика также оказалась лучше ожиданий. Так, заказы на товары длительного пользования в июне выросли на 1,6% при прогнозах роста на 0,3%, а рост ВВП США за второй квартал составил 1,5%, при прогнозах повышения на 1,4% (подъем в I квартале был пересмотрен до 2% с первоначальных 1,9%).

В результате индекс РТС по итогам первых двух летних месяцев вырос на 10,9% — до 1377,4 пункта, а индекс ММВБ прибавил в июне-июле 7,7%, поднявшись до 1407 пунктов. По итогам первых семи месяцев 2012 года снижение индекса РТС составило 0,32%, а рост индекса ММВБ — 0,34%. ◻

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.

Кирилл Зверев
начальник правового управления НАУФОР

Защита от посредника

Основные принципы функционирования компенсационных систем на рынке ценных бумаг США и Японии

Для создания эффективного компенсационного механизма на российском финансовом рынке может быть полезным изучение соответствующего зарубежного опыта. Лидерами мировой финансовой индустрии являются США и Япония. Это обусловливает обращение прежде всего к их наработкам.

Одним из ключевых признаков развитого финансового рынка является широкое присутствие на нем долгосрочных внутренних инвесторов, создающих основу для устойчивости соответствующего рынка и способствующих экономическому росту страны. К сожалению, в России лишь менее одного процента населения совершает операции на рынке ценных бумаг, причем эти операции носят преимущественно спекулятивный характер. Для исправления сложившейся ситуации необходимо в первую очередь усиление защиты прав и законных интересов розничных инвесторов и создание условий для снижения рисков индивидуальных инвестиций. Справиться с этой задачей, исходя из мирового опыта, поможет создание эффективной компенсационной системы, защищающей граждан, инвестирующих свои средства, от убытков, вызванных неблагонадежностью финансового посредника.

Для создания эффективного компенсационного механизма на российском финансовом рынке необходимо изучение соответствующего зарубежного опыта и прежде всего тех стран, которые являются лидерами мировой финансовой индустрии. Рассмотрим основные принципы создания и функционирования компенсационных систем на рынке ценных бумаг США и Японии.

Появлению компенсационных систем на финансовых рынках зарубежных стран предшествовали массовые случаи ликвидации инвестиционных посредников и усилившееся в связи с этим недоверие инвесторов к национальной финансовой индустрии.

В конце 60-х годов на финансовом рынке США в результате неспособности расчетных и клиринговых систем обслуживать все возрастающий объем операций с ценными бумагами произошел так называемый «Кризис делопроизводства»[1].

Оформление каждой операции в соответствии с действующим на тот момент регулированием требовало заполнения более 30 различных формуляров, с чем сотрудники инфраструктурных организаций и бэк-офисов инвестиционных компаний на фоне возросшей активности клиентов просто не справлялись. В результате большое количество сделок, заключенных за счет клиентов, оставались неисполненными, и многие инвестиционные компании были вынуждены прекратить свою работу. Эта ситуация потребовала усиления защиты прав клиентов при ликвидации брокерских фирм, и в 1970 году Конгрессом США был принят закон о защите инвесторов[2], на основании которого была учреждена Корпорация по защите инвесторов[3] (далее — Корпорация по защите инвесторов).

Секюритиз, однако активов фонда оказалось недостаточно, чтобы полностью покрыть все убытки инвесторов при одновременном банкротстве нескольких компаний. Принимая во внимание этот факт, а также необходимость усиления защиты прав инвесторов в условиях либерализации регулирования финансового рынка, завершившейся примерно в этот же период, в законодательство о ценных бумагах были внесены соответствующие изменения. Они предусматривали обязательное участие всех инвестиционных посредников, совершающих за счет клиентов сделки с ценными бумагами, в системе защиты прав инвесторов, а также определяли порядок формирования компенсационных фондов и выплаты возмещения инвесторам. В соответствии с этими изменениями 1 декабря 1998 года был создан Японский фонд по

Основной задачей компенсационных систем является возмещение убытков инвесторов в случае неспособности инвестиционных посредников осуществить возврат находящихся у них денежных средств и ценных бумаг, принадлежащих клиентам. Компенсационный механизм не распространяется на инвестиционные риски инвесторов, связанные с незапланированным и неблагоприятным движением цен финансовых инструментов.

В Японии первый компенсационный фонд[4], предназначенный для выплат компенсаций владельцам ценных бумаг в случае банкротства инвестиционных фирм, был создан в 1969 году и просуществовал почти тридцать лет. Указанный фонд действовал на принципе добровольного участия в нем инвестиционных посредников, и его защитой пользовались только те инвесторы, которые являлись клиентами вступивших в фонд брокерских фирм. Осуществление первых выплат компенсаций инвесторам потребовалось в 1997 году в связи с несостоятельностью инвестиционных фирм Огава Секюритиз, Этиго Секюритиз, Санё Секюритиз и Марусо

защите инвесторов[5] (далее — Фонд по защите инвесторов). Следует заметить, некоторые инвестиционные фирмы (преимущественно иностранные) не захотели вступать в указанный фонд и учредили альтернативную организацию — Фонд защиты инвесторов в ценные бумаги[6]. Однако в 2002 году он был реорганизован и присоединен к Фонду по защите инвесторов, в результате чего в Японии сложилась существующая на сегодняшний день система защиты прав инвесторов.

Обе компенсационные системы, действующие на сегодняшний день на рынке ценных бумаг США и Японии, являются негосударственными некоммерческими организациями, созданными и функционирующими на основании специального закона. Каждая инвестиционная фирма, осуществляющая брокерские операции с ценными бумагами, должна быть участником соответствующей компенсационной системы.

Основной задачей указанных компенсационных систем является возмещение убытков инвесторов в случае неспособности инвестиционных посредников осуществить возврат находящихся у них денежных средств и ценных бумаг, принадлежащих клиентам. При этом компенсационный механизм не распространяется на инвестиционные риски инвесторов, связанные с незапланированным и неблагоприятным движением цен финансовых инструментов. При расчете размера выплачиваемого возмещения, обязательства брокера перед клиентом по возврату денежных средств и ценных бумаг подлежат уменьшению на сумму встречных обязательств клиента перед брокером (по выплате вознаграждения, компенсации расходов, связанных с брокерским обслуживанием и других). При этом сам механизм осуществления выплат в рассматриваемых странах немного различается.

В США при обнаружении признаков недостаточности имущества брокерской компании для удовлетворения требований ее клиентов Корпорация по защите инвесторов обращается в суд с ходатайством о вынесении решения, начинающего процедуру ликвидации компании. При вынесении указанного решения суд назначает лицо, определенное Корпорацией по защите инвесторов, внешним управляющим брокера, уполномоченным принимать требования клиентов о возврате активов, разыскивать и реализовывать имущество компании, а также исполнять обязательства перед кредиторами. Для ускорения процесса возврата активов инвесторам Корпорация по защите инвесторов предоставляет внешнему управляющему денежные средства в размере, не превы-

шающем 500 000 долларов США на одного клиента. При этом для удовлетворения требований инвесторов о выплате им возмещения в денежной форме не может быть предоставлено более 250 000 долларов США на одного клиента. После выплаты инвесторам соответствующего возмещения их требования к брокерской компании в пределах выплаченного возмещения переходят к Корпорации по защите инвесторов.

В Японии процедура выплаты компенсаций начинается с признания брокерской компании неспособной беспрепятственно осуществить возврат имущества клиентов. Фонд по защите инвесторов принимает данное решение самостоятельно, без обращения в органы судебной власти. Информация о принятии такого решения подлежит опубликованию с указанием срока, в течение которого инвесторы могут обратиться с требованием о возврате активов. При этом копия соответствующего решения направляется инфраструктурным организациям, у которых учитываются или хранятся денежные средства и ценные бумаги клиентов инвестиционной компании. Фонд по защите инвесторов исполняет в отношении указанных активов функции агента (представителя) инвесторов.

Если в результате проводимой сверки обнаруженных активов инвесторов достаточно для удовлетворения заявленных требований, данные требования подлежат удовлетворению в полном объеме. Если обнаруженных активов инвесторов оказывается недостаточно для удовлетворения заявленных требований, Фонд по защите инвесторов за свой счет покрывает указанную разницу в размере, не превышающем 10 миллионов иен (около 126 000 долларов США) на одного инвестора, и выплачивает соответствующее возмещение инвесторам. После выплаты компенсации требования инвестора к брокеру в пределах выплаченного возмещения переходят к Фонду по защите инвесторов.

Компенсационные выплаты и в США, и в Японии производятся только тем физическим и юридическим лицам, которые в соответствии с законодательством и установленными процедурами не отнесены к категории квалифицированных институциональных инвесторов. Также не вправе претендовать на возмещение следующие лица:

- органы государственной и муниципальной власти,
- должностные лица (а в США также владельцы 5 и более процентов долей или акций) самой брокерской компании, неспособной удовлетворить требования инвесторов;
- другие инвестиционные компании, в случае если они передали несостоятельному брокеру денежные средства и ценные бумаги в своем собственном интересе, а не в интересах клиентов.

Выплата возмещения инвесторам в США и в Японии, как правило, непосредственно связана с процедурой банкротства (ликвидации) инвестиционной компании, хотя в некоторых случаях может осуществляться и вне рамок указанной процедуры.

В США Корпорация по защите инвесторов вправе осуществить выплату возмещения клиентам брокера, не инициируя его ликвидацию, в случае если общий объем всех неудовлетворенных требований клиентов не превышает 250 000 долларов США, и издержки, связанные с осуществлением выплат по упрощенной процедуре, по мнению Корпорации по защите инвесторов, будут меньше издержек, связанных с ликвидацией компании. После выплаты инвесторам указанного возмещения их требования к брокеру в пределах выплаченного возмещения переходят к Корпорации по защите инвесторов.

В Японии брокерская компания в случае аннулирования ее регистрации либо начала процедуры реорганизации может обратиться в Фонд по защите инвесторов с просьбой о предоставлении займа для оперативного удовлетворения требований клиентов о возврате принадлежащих им активов. При соответствии компании определенным условиям, указанный заем по решению Фонда по защите инвесторов может быть ей предоставлен.

Компенсационные системы и в США, и в Японии действуют в тесном сотрудничестве с саморегулируемыми организациями профессиональных участников рынка ценных бумаг.

В США Агентство по регулированию деятельности финансовой индустрии[7] осуществляет сбор членских взносов, уплачиваемых инвестиционными посредниками Корпорации по защите инвесторов, а также по ее поручению осуществляет проверки деятельности инвестиционных фирм и их финансового состояния.

В Японии Ассоциация дилеров ценных бумаг[8] регулярно предоставляет Фонду по защите инвесторов информацию о нарушениях, выявленных в результате проверок инвестиционных фирм, а также по поручению Фонда по защите инвесторов осуществляет часть

Компенсационные выплаты и в США, и в Японии производятся только тем физическим и юридическим лицам, которые в соответствии с законодательством и установленными процедурами не отнесены к категории квалифицированных институциональных инвесторов.
Выплата возмещения инвесторам, как правило, непосредственно связана с процедурой банкротства (ликвидации) инвестиционной компании

Формирование компенсационных фондов осуществляется за счет взносов инвестиционных фирм, являющихся участниками соответствующей компенсационной системы.

операций, связанных с выплатой компенсаций инвесторам.

Формирование компенсационных фондов, за счет которых выплачивается возмещение инвесторам, осуществляется за счет взносов инвестиционных фирм, являющихся участниками соответствующей компенсационной системы.

В США размер взносов, уплачиваемых членами Корпорации по защите инвесторов, по общему правилу определяется в процентном соотношении к размеру дохода инвестиционной фирмы от брокерских операций.

В Японии размер вступительного взноса составляет 1 миллион иен (около 12 600 долларов США). Ежегодные взносы ранее рассчитывались в зависимости от двух факторов: размера дохода инвестиционной фирмы от брокерских операций и стоимости находящихся у нее активов клиентов. Однако по достижении компенсационным фондом размера в 50 миллиардов иен[9] данный подход изменился. В настоящее время члены Фонда по защите инвесторов освобождены от уплаты ежегодных взносов, а новые брокерские компании при вступлении в фонд помимо вступительного взноса уплачивают только один взнос за первый год членства в размере 4 миллионов иен (около 50 000 долларов США).

При несвоевременной уплате взносов в компенсационные фонды и в США, и в Японии предусмотрено начисление процентов на неуплаченную сумму.

Помимо получения денежных средств от инвестиционных компаний пополнение компенсационных фондов происходит также за счет дохода от инвестирования временно свободного имущества. При этом в целях обеспечения сохранности имущества компенсационных фондов круг активов, в которые может осуществляться инвестирование, сильно ограничен. И в США, и в Японии свободные средства компенсационных фондов могут быть либо размещены в банковских депозитах, либо инвестированы в государственные ценные бумаги.

При недостаточности имущества компенсационных фондов для выплаты возмещения инвесторам, необходимые денежные средства могут быть привлечены на заемной основе.

В США Корпорация по защите инвесторов вправе выпускать для этих целей облигации и иные долговые ценные бумаги, а также может обратиться в Комиссию по ценным бумагам и биржам (далее — Комиссия)[10] за предоставлением займа. Соответствующий заем по решению Комиссии предоставляется Корпорации по защите инвесторов за счет Казначейства США.

В Японии Фонд по защите инвесторов вправе с согласия премьер-министра[11] и министра финансов Японии привлекать заемные средства путем получения банковских кредитов и займов от иных негосударственных финансовых институтов.

Функционирование компенсационных систем в рассматриваемых странах осуществляется под надзором государственных органов. Прежде всего участие государства проявляется при формировании органов управления компенсационных систем.

В США органы государственной власти самостоятельно формируют правление Корпорации по защите инвесторов:

- одного директора назначает Казначейство США;
- одного директора назначает Совет управляющих Федеральной резервной системой;
- пять директоров назначает Президент США по рекомендации и с согласия Конгресса США, причем трое из указанных директоров должны являться представителями финансовой индустрии, а два других директора, наоборот, должны быть независимы не только от инвестиционных фирм, но и от их саморегулируемых организаций.

В Японии формирование органов управления компенсационной системы осуществляется финансовой индустрией за счет участия каждой инвестиционной фирмы в высшем органе управления Фонда по защите инвесторов — общем собрании его членов. К компетенции указанного общего собрания членов Фонда по защите инвесторов относятся, в числе прочего:

- избрание его президента, директоров и аудиторов;
- изменение учредительных документов и операционных правил фонда;
- утверждение и изменение бюджета фонда и его финансового плана;
- назначение аудита деятельности фонда.

При этом государство также оказывает влияние на формирование органов управления Фонда по защите инвесторов: назначение его президента, директоров и аудиторов, осуществляется по согласованию с премьер-министром и министром финансов Японии. Премьер-министр и министр финансов могут потребовать увольнения должностных лиц Фонда по защите инвесторов, допустивших нарушение законодательства, а в случаях, когда общее собрание не в состоянии произвести назначение органов управления Фонда по защите инвесторов, самостоятельно назначить временные органы управления.

И в США, и в Японии любые внутренние документы компенсационных систем (в том числе их операционные правила), а также вносимые в них изменения, подлежат обязательному согласованию с государственным регулятором. Помимо этого уполномоченные органы государственной власти могут запрашивать и получать у компенсационных систем любую необходимую им информацию, а также проводить проверки их деятельности и направлять обязательные для исполнения предписания.

Таковы основные принципы функционирования компенсационных систем на рынке ценных бумаг США и Японии. Безусловно, в каждой стране у любого финансового института будут свои особенности, обусловленные как экономическими причинами, так и сложившейся в данной стране практикой делового общения. Вместе с тем при создании компенсационной системы на рынке ценных бумаг в России изучение практики формирования и осуществления деятельности аналогичных систем на развитых финансовых рынках представляется крайне полезным. ◻

Примечания

1 Paperwork Crisis.
2 Securities Investor Protection Act.
3 Securities Investor Protection Corporation.
4 Entrusted Securities Indemnity Fund.
5 Japan Investor Protection Fund.
6 Securities Investor Protection Fund.
7 Financial Industry Regulatory Authority.
8 Japan Securities Dealers Association.
9 По состоянию на 31 марта 2012 года активы Фонда по защите инвесторов составляли примерно 55 миллиардов иен.
10 Securities and Exchange Commission.
11 Упомянутые в статье полномочия премьер-министра Японии в отношении Фонда по защите инвесторов в настоящее время делегированы руководителю Агентства по финансовым услугам Японии (Financial Services Agency).

Мария Жог
директор по связям с общественностью «Тройка Диалог»

Коммуникации и бизнес

Коммуникации в финансовом секторе: новые тренды, инструменты, практический опыт

Мир не стоит на месте, и сфера коммуникаций тоже. За последнее время в ней открылся ряд свежих тенденций и были опробованы непривычные инструменты. Что сегодня происходит в коммуникациях в финансовом секторе, по каким направлениям идет развитие?

Вопросы, поднятые в статье, будут обсуждаться на II Московском деловом форуме «Коммуникации в финансовой сфере. Развитие бренда на финансовом рынке».

Коммуникации — функция управления бизнесом

Основная мировая тенденция последних лет связана с осознанием растущей роли коммуникаций и пересмотром места, которое они занимают в организации. Стратегические коммуникации постепенно начинают восприниматься как функция управления бизнесом. Сегодня уже недостаточно просто информировать СМИ о том, что происходит в компании. Коммуникации – окно в мир для компании, средство общения с различными аудиториями.

Границы ответственности службы корпоративных коммуникаций значительно расширяются. В ее задачи входят отслеживание и анализ информационного пространства, предупреждение и управление репутационными рисками; участие в разработке бизнес-стратегии предприятия в части формирования его репутации в глазах ключевых аудиторий (клиенты, инвесторы, деловые партнеры); построение коммуникаций с ключевыми аудиториями; регулярная оценка эффективности достижения бизнес-целей в части коммуникаций и репутационного менеджмента.

В настоящее время коммуникационный специалист является для руководителей предприятий советником по коммуникациям с ключевыми аудиториями, а не выступает исключительно как корпоративный рупор для выдачи информации во внешний мир. В западных корпорациях функция коммуникаций (внешних и внутренних) воспринимается как управленческая, поэтому в них существуют позиции вице-президентов или директоров по вопросам стратегических коммуникаций.

PR, IR GR, маркетинг и внутренние коммуникации: одно содержание, разный инструментарий

Из описанной выше тенденции логично вытекает следующая: сближение и необходимость все более тесной координации по всем направлениям коммуникаций.

Сегодня в большинстве компаний службы PR, IR GR, маркетинга и внутренних коммуникаций тесно сотрудничают и следуют общей коммуникативной стратегии. По сути, все эти службы являются разными инструментами одной коммуникации, транслируя одно содержание на разные аудитории и создавая репутацию бизнеса в целом. Именно особенности ключевых аудиторий, с которыми работают эти службы, и определяют их деятельность и инструментарий.

В случае IR это существующие акционеры компании, потенциальные инвесторы, финансовые аналитики и другие представители финансового сообщества, мнение которых будет учитываться при принятии инвестиционных решений. Отношения с инвесторами напрямую связаны с созданием акционерной стоимости компании. На IR лежит ответственность в области формирования адекватных ожиданий со стороны инвесторов и акционеров о деятельности и инвестиционном потенциале компании.

Если говорить о PR-специалистах, то ключевой аудиторией, с которой они напрямую или опосредованно взаимодействуют, являются клиенты и партнеры компании, деловые и отраслевые СМИ и ассоциации, сотрудники компании.

Аудитория GR — это чиновники, государственные структуры и регуляторы, аудиторией маркетинговых коммуникаций являются нынешние и потенциальные клиенты, а также конкуренты. Внутренние коммуникации направлены на сотрудников компании.

Индивидуальный успех этих служб и успех коммуникаций компании в целом зависит от того, насколько слаженно они взаимодействуют и транслируют содержание каждый на свою аудиторию и с помощью своего инструментария.

Все эти службы совместно с первыми лицами компании разрабатывают стратегию коммуникаций и занимаются ее реализацией. Важность участия первых лиц компании в осуществлении коммуникаций сложно переоценить, и руководители, которые понимают значимость данного направления и уделяют ему существенные ресурсы и время, несомненно, получают свои заслуженные дивиденды в виде прочной деловой репутации и роста акционерной стоимости бизнеса.

Антикризисное управление коммуникациями

В век информационных технологий специалист по связям с общественностью сталкивается с новыми вызовами. Растет скорость коммуникаций, их география становится глобальной, коммуникации становятся неформальными и личными. Повышаются требования к антикризисному реагированию, прежде всего к его скорости. Сегодня событие часто становится известным СМИ раньше, чем о нем узнают сами компании. Со СМИ на равных конкурируют новые медиа, которые благодаря распространению Интернета из развлечения быстро стали полноценными средствами массовых коммуникаций. Так, по подсчетам портала «Компьютерра–Онлайн», радио понадобилось 38 лет, чтобы набрать пятидесятимиллионную аудиторию, телевидение справилось с этим за 13 лет, а Интернет — за 4 года. В Facebook более 850 млн активных аккаунтов — это третья по населению «страна» в мире после Китая и Индии.

В России ситуация еще более красноречивая. Уже осенью 2011 года Россия стала европейским лидером по числу пользователей Интернета, а по последним данным TNS, доступ к сети имеют 64 млн человек, то есть более 50% населения страны старше 18 лет. При этом измерения ComScore показывают, что ежемесячная аудитория социальных медиа в России составляет 30,9 млн человек, еженедельная — 26 млн, а ежедневная — 19 млн. В среднем российские пользователи проводят в соцсетях 12,8 часа в месяц, это самый большой показатель в мире.

Все эти факторы особым образом преломляются в финансовых коммуникациях, где борьба с утечками и антикризисное реагирование особенно важны и где цена ошибки чрезвычайно высока, особенно если

компания публичная (в этом случае одно неверное слово может стоить миллиарды долларов капитализации). Последствия высокоскоростного распространения информации в сети могут быть разными — от появления в печати некорректных сведений, ошибок в данных и цифрах, противоречивых и негативных комментариев экспертов в силу отсутствия официальной информации до информационных утечек и манипуляций со стороны различных игроков рынка.

Антикризисное реагирование в коммуникациях необходимо в случае крупной сделки, потенциальной или реальной утечки информации, ухода высокопоставленного сотрудника. Управление кризисной ситуацией должно быть проактивным; состоит оно из двух этапов. Первый — предупреждение и подготовка, когда службы коммуникаций компании участвуют в стратегических встречах и планировании. Пресс-служба готовит массив информации по проекту: план действий A, B и C, драфт пресс-релиза, Q&A, комментарии ключевых спикеров. Также формируется пул лидеров мнений, внешних экспертов, которые могут комментировать сделку, проект, событие (аналитики, регуляторы, эксперты рынка).

Пресс-служба реализует стратегию «единой двери», канализируя и замыкая на себе все информационные потоки, идущие вовне компании, заранее распределяются роли внутри команды, назначаются супервайзеры проекта. Кроме того, реализуется принцип дифференцирования СМИ, формируется пул лояльных журналистов, разрабатывается стратегия дозирования информации, генерации нескольких информационных волн.

Второй этап — собственно управление кризисной ситуацией. Здесь каждая минута имеет значение, поэтому проводится мониторинг и анализ публикуемой информации в режиме 24/7, реализуется система Media Alert — регулярная рассылка ключевым лицам последних данных мониторинга, организовываются эксклюзивные интервью и комментарии ключевых спикеров. Возможна генерация второй волны, распространение дополнительной или расширенной информации, проведение кампании в газетах и ежедневных СМИ с использованием мнения различных спикеров по одному и тому же событию. Одним из оперативных источников корректной и официальной информации может стать блог компании. Также в арсенале использование рекламных площадей (размещение открытых писем), а также переключение СМИ на другую новость.

Новые инструменты в бизнес-коммуникациях: new media

Сегодня специалист по коммуникациям, не владеющий инструментарием New Media, рискует стать похожим на динозавра. Новая информационная эра наступила очень быстро и навсегда изменила скорость и формат общения. Естественно, технологии меняют инструментарий и стирают границы бизнес-коммуникаций.

Традиционные коммуникации, конечно, никто не отменял, но их границы существенно расширены, а горизонты стали почти бесконечны благодаря новым технологиям. Перечислю основные возможности: мониторинг информационного пространства, включая new media, в режиме 24/7, возможность оперативно выражать позицию компании одновременно на всех рынках присутствия, осуществлять контроль над рисками в режиме реального времени и быстро реагировать в кризисных ситуациях. Если говорить о новых медиа, то они, кроме того, обеспечивают сегментацию аудитории и проведение адресной коммуникации. Немаловажна и экономия бюджета: новые медиа – недорогой канал продвижения образа компании.

Как лучше использовать возможности новых медиа в бизнес-коммуникациях? На наш взгляд, правильнее всего сделать ставку на нишевую стратегию. Социальные медиа позволяют показать компанию с разных сторон – и как работодателя, и как благотворителя, и как эксперта в своей области, помогают продвигать товары и услуги и пропагандировать корпоративную культуру. Отсюда рост заинтересованности в использовании этого канала как у бизнес-, так и у поддерживающих подразделений компаний.

Последнее время возможности новых медиа все больше используются HR-департаментами для своих нужд — поиска специалистов, привлечения студентов и трансляции корпоративной культуры. Например, с помощью Facebook мы успешно продвигаем программу летних стажировок Troika New Talent.

Актуальный тренд во внешних коммуникациях — создание образа руководителя с помощью новых медиа. Понятно, что первое лицо компании — отличный ресурс для продвижения бизнеса в целом. Среди возможностей прежде всего нужно упомянуть формирование репутации в более неформальном ключе, прямая связь с аудиторией без посредников, формирование собственной ленты новостей, возможность оперативного реагирования в кризисных ситуациях. Кроме того, дополнительная возможность неформального общения с ВИП-клиентами и привлечения бизнес-элиты.

Плодами технического прогресса пользуются и внутренние коммуникации. Для трансляции корпоративной культуры внутри компании используются различные экосистемы – внутренняя информационная среда компании, объединяющая несколько систем и внутренних коммуникационных порталов. Экосистема позволяет быстро доносить информацию до всех сотрудников и облегчает коммуникации внутри ком-

II Московский Деловой Форум

Коммуникации в финансовой сфере

Развитие бренда на финансовом рынке

25 октября, Москва, Marriott Grand Aurora

Форум «Коммуникации в финансовой сфере» — одно из основных событий в банковском сообществе. В ноябре 2011 года первая конференция успешно прошла в Москве.

Более 100 участников, более 30 спикеров из банков, финансовых корпораций и исследовательских компаний приняли участие в сессиях и открытых обсуждениях. Наибольшей популярностью пользовались темы Social Media Marketing и Интегрированные коммуникации. Второй Форум будет посвящен именно этим двум направлениям.

- новые спикеры
- «свежие» кейсы и актуальный опыт
- оригинальные подходы к on line и off line коммуникациям

Социальные сети и социальные медиа на сегодняшний день являются популярным каналом в работе с непосредственной аудиторией в России; каналом, который дает возможность привлечь конечного потребителя и быстро получить объективную обратную связь.

Компании понимают, что социальные медиа — мощный и эффективный инструмент, который нужно применять в работе с потребителем. Банки — довольно консервативные учреждения, и это напрямую отражается на их активностях в социальных сетях. Такой подход можно понять: трудно найти другой сектор рынка, где бизнес так зависел бы от репутации. А репутация любой компании сегодня во многом формируется в интернете — за счет отзывов клиентов и сотрудников.

Это объясняет высокий интерес к теме, с одной стороны, и столь же артикулированную осторожность — с другой. Налицо конфликт – банкиры пытаются контролировать среду, которую контролировать по определению нельзя. Аудитория социальных сетей и медиа внимательна, чувствительна и не прощает ошибок. О том, как правильно работать в социальных сетях и медиа, расскажут эксперты рынка и представители компаний.

Это отличная возможность увидеть срез целой индустрии и понять, на каком уровне здесь сегодня находятся коммуникационные технологии.

По вопросам регистрации и сотрудничества:
Тел.: +7 (495) 663 7213; +7 (916) 471 8620,
E-mail: at@slongroup.ru

SLON

comunica
YOUR BRAND AMBASSADORS

пании — от рассылок внутренних новостей до бизнес-коммуникаций, часть которых также могут быть перенесены в экосистему.

«Тройка Диалог» активно пользуется возможностями новых медиа для сегментации аудитории и трансляции корпоративной культуры компании. Информация распространяется по разным каналам в зависимости от аудитории: сотрудники пользуются общим интранет-порталом, у партнеров и менеджеров есть свои отдельные порталы в интранете, а со студентами и потенциальными сотрудниками мы общаемся в социальных и профессиональных сетях. Кроме того, мы успешно используем социальные медиа для продвижения продуктов и мероприятий компании – прежде всего «Форума Россия». Портфельные управляющие «Тройки Диалог» принимают участие в дискуссиях на открытом форуме «Спроси управляющих» в Facebook, где на вопросы посетителей страницы в «прямом эфире» отвечают российские управляющие активами.

Универсальных рецептов нет, важно научиться подстраивать инструмент социальных медиа под конкретную задачу, и, разумеется, этот инструмент должен быть частью единой стратегии коммуникаций компании. И конечно, здесь действует тот же принцип, что и в финансовых коммуникациях в целом: важнее не количество, а качество.

Оценка эффективности коммуникаций

Тенденции тенденциями, но перед менеджером по коммуникациям стоят и практические задачи. Одной из таких задач является оценка эффективности коммуникаций.

Залог эффективности любой коммуникации — в ее попадании по адресу, то есть в поле зрения выбранной в качестве ключевой аудитории. Выбор канала в таком случае является основным фактором успеха. Поэтому ответ на вопрос «Что лучше — количество или качество?» каждый раз зависит от поставленной цели. Что лучше — «Первый канал» с его многомиллионной аудиторий телезрителей или «Ведомости», выходящие тиражом в несколько десятков тысяч экземпляров на узкую бизнес-аудиторию? Выбор канала должен отвечать бизнес-задаче, поэтому так важно понимать, что смотрит и читает аудитория.

Традиционным методом оценки эффективности коммуникаций служит количественный и качественный анализ упоминаемости компании в профильных СМИ, то есть тех, которые читает или смотрит целевая аудитория. Так, например, рассчитывая эффективность PR-коммуникаций «Тройки Диалог», мы учитываем общую упоминаемость компании по количеству медиавыходов, а также ранжируем их по географическому принципу. Скажем, в 2011 году, по данным «Медиалогии», «Тройка Диалог» заняла 1-е место по упоминаемости в российских федеральных СМИ в сегментах IB/GM и AM и 1-е место по цитируемости в Казахстане и 2-е место на Украине.

Качественный анализ упоминаемости включает в себя оценку динамики медиавыходов в ведущих СМИ и цитируемости ключевых спикеров. Кроме того, мы учитываем долю и ее динамику публикаций по собственным поводам, а также долю и динамику негативных и позитивных упоминаний. Сходным образом рассчитывается PR-эффективность мероприятий.

Для оценки эффективности коммуникаций в новых медиа используются свои, нетрадиционные методы, учитывающие специфику блогосферы или конкретной социальной сети. Так, например, показатели эффективности проекта Troika New Talent — уникальной площадки, объединяющей пользователей Facebook, интересующихся жизнью «Тройки Диалог», учитывают количество «друзей» группы, вирусный охват (количество уникальных пользователей, видевших новость о группе на страницах своих «друзей», комментарии или публикацию у себя на «стене»), средний недельный охват, а также рост общего охвата в неделю и количество репостов.

Профессия специалиста по коммуникациям не стоит на месте, ведь отрасль коммуникаций очень живая и быстро меняющаяся. Одни тренды в ней остаются актуальными и развиваются в течение длительного времени — например понимание коммуникаций как функции управления бизнесом. Другие добавляются вслед за изменением коммуникативной среды – среди них антикризисное управление и победное шествие новых медиа как инструмента бизнес-коммуникаций. За всем этим интересно наблюдать, но еще интересней учиться новому и пользоваться новыми инструментами в своей работе.

Коротко о важном

Избыточность сокращается

Составление отчетности станет менее обременительным для профессиональных участников. Брокеры теперь освобождены от необходимости направлять в ФСФР (ранее обязательные) четыре формы. Соответствующий приказ (№ 12-64/пз-н) зарегистрирован 24 августа 2012 года в Минюсте РФ (№25262).

Документ исключает необходимость направления сообщений об изменении во владении ценными бумагами (форма 030), сведений о разовых операциях, совершенных с 15% и более ценных бумаг одного вида одного эмитента (форма 040), об операциях, совершенных за отчетный квартал со 100 и более процентами ценных бумаг одного вида одного эмитента (форма 041), об электронных системах, используемых организацией для доставки поручений клиентов на совершение сделок с ценными бумагами (форма 060).

Приказ также уточняет процедуру сдачи отчетности регулятору в случае технического сбоя на стороне ФСФР России.

НАУФОР вела последовательную дискуссию с ФСФР России об исключении избыточных требований к отчетности профессиональных участников. Обсуждение возможности исключения других форм, не влияющих на оценку устойчивости компаний, продолжается.

Теперь без комиссии

Услуги профессиональных участников рынка ценных бумаг освобождаются от НДС с 1 января 2013 года. Поправки в Налоговый кодекс внесены законом об изменениях в закон «Об инвестиционных фондах».

НАУФОР выступала за освобождение брокерских комиссий от НДС в рамках своей деятельности по стимулированию индустрии и совершенствованию налогообложения на рынке ценных бумаг. К настоящему времени НАУФОР также подготовила и обсуждает (в рамках рабочей группы по созданию МФЦ) с ФСФР России и Минфином РФ поправки, освобождающие от НДФЛ инвесторов, хранящих ценные бумаги более трех лет. Кроме того, НАУФОР ведет работу над изменением законодательства для появления на российском рынке индивидуальных инвестиционных пенсионных счетов.

Есть концепция

Федеральная служба по финансовым рынкам России подвела 14 сентября итоги конкурса на выполнение исследовательской работы, создающей фундамент для концепции регулирования рынка форекс.

Розничный рынок форекс активно развивался в России как минимум с 1996 года. Но, в отличие от банковского рынка, все это время оставался без регулирования. Вопрос о том, какая инстанция должна наводить порядок на этой площадке (и следует ли в принципе это делать) довольно долго был предметом дискуссии между регулятором фондового рынка и Банком России.

В начале 2012 года к дискуссии активно подключилась НАУФОР. В апреле предложения по регулированию розничного рынка форекс были утверждены Советом директоров ассоциации, летом шла работа над подготовкой концепции регулирования. Сформулированная НАУФОР позиция такова — для компаний, работающих на этом рынке, необходимо ввести лицензирование. По мнению НАУФОР по характеру эта деятельности отвечает требованиям дилерской при совершении операций с производными финансовыми инструментами.

Готовая концепция опубликована на сайте НАУФОР, а также в текущем номере журнала «Вестник НАУФОР» ◻

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

Создаем буфер

Возможные подходы к идентификации избыточной кредитной экспансии коммерческих банков

Кредитная экспансия предшествовала банковским кризисам во многих странах. Более того, перед нынешним мировым финансово-экономическим кризисом в большинстве стран мира и, прежде всего в США, наблюдался беспрецедентный по своим масштабам рост кредитования. Что же можно с этим сделать?

Идентификация избыточной кредитной экспансии коммерческих банков в настоящее время привлекает внимание зарубежных исследователей, занимающихся как вопросами деятельности центральных банков, так и анализом современных финансовых рынков. Действительно, кредитная экспансия предшествовала банковским кризисам во многих странах, включая Японию, страны Латинской Америки, Юго-Восточной Азии. Более того, перед нынешним мировым финансово-экономическим кризисом в большинстве стран мира и, прежде всего в США, наблюдался беспрецедентный по своим масштабам рост кредитования. Вместе с тем, в зарубежной и отечественной научной литературе отсутствуют какие-либо устоявшиеся подходы к определению начала избыточной кредитной экспансии коммерческих банков.

Идентификация избыточной кредитной экспансии: подход Базельского комитета по банковскому надзору

В настоящий момент проблемой идентификации избыточного кредитного роста заинтересовались и международные организации. Так, в декабре 2010 года Базельский комитет по банковскому надзору выпустил «Руководство для национальных регулирующих органов по управлению контрциклическим капитальным буфером»[1]. Главной целью создания указанного буфера является защита банковского сектора от периодов избыточного общего роста кредита, который часто обусловливает образование системного риска.

При принятии решения о формировании контрциклического капитального буфера национальные власти должны использовать всю необходимую информацию для того, чтобы опре-

Таблица 1. Данные для расчета показателя "кредиты/ВВП", его тренда и гэпа в России за период 1993-2010 гг.

Год	"Внутренний кредит, предоставленный частному сектору" (в % к ВВП)	Тренд	Гэп
1993	11,8	8,401445	3,4
1994	12,1	9,129698	3,0
1995	9,4	9,891882	-0,5
1996	8,3	10,75194	-2,4
1997	10,7	11,76872	-1,1
1998	15,6	12,97689	2,7
1999	13,1	14,40032	-1,3
2000	13,6	16,08947	-2,4
2001	16,8	18,08169	-1,2
2002	18,0	20,38991	-2,4
2003	21,2	23,01463	-1,8
2004	24,3	25,93233	-1,6
2005	27,5	29,10181	-1,6
2006	32,5	32,46569	0,0
2007	38,8	35,95068	2,9
2008	42,2	39,48364	2,7
2009	46,2	43,02004	3,2
2010	45,1	46,54239	-1,4

делить, порождает ли кредитная экспансия системный риск. Базельский комитет предполагает, что регуляторы будут использовать в своих юрисдикциях согласованный на международном уровне подход для расчета буфера, который мог бы служить начальной точкой отсчета для принятия решения о его формировании. При этом в качестве базового индикатора для расчета буфера рекомендовано использовать показатель «кредиты/ВВП».

Базельский комитет по банковскому надзору отмечает, что рекомендуемый подход для определения буфера на основе показателя «кредиты/ВВП» не может быть одинаково хорош для всех юрисдикций. Поэтому национальные регуляторы в каждой стране не должны механически полагаться на предложенный подход и могут применять собственные подходы для расчета буфера в своих странах на основе доступной информации, позволяющей определить момент возникновения системного риска.

С другой стороны, Базельский комитет по банковскому надзору отмечает, что для лучшей идентификации периодов избыточного кредитного роста и подтверждения правильности формирования и использования буфера целесообразно использовать также следующие показатели:

- динамика цен на различные активы;
- динамика спрtдов по финансированию и спрtдов по кредитным дефолтным свопам;
- динамика оценки качества выданных кредитов;
- динамика роста реального ВВП;
- данные о способности нефинансовых организаций исполнять свои долговые обязательства в срок.

Тем не менее в одной из работ Банка международных расчетов, посвященной поиску индикаторов возникновения избыточного кредитного роста, содержится мысль о том, что все индикаторы, так или иначе, подают ложные сигналы. В этой связи авторы работы приходят к выводу, что механизм идентификации избыточной кредитной экспансии, основанный на одних правилах (fully rule-based mechanism), не является совершенным и в любоv случае не получится обойтись без экспертного мнения и профессионального суждения[2].

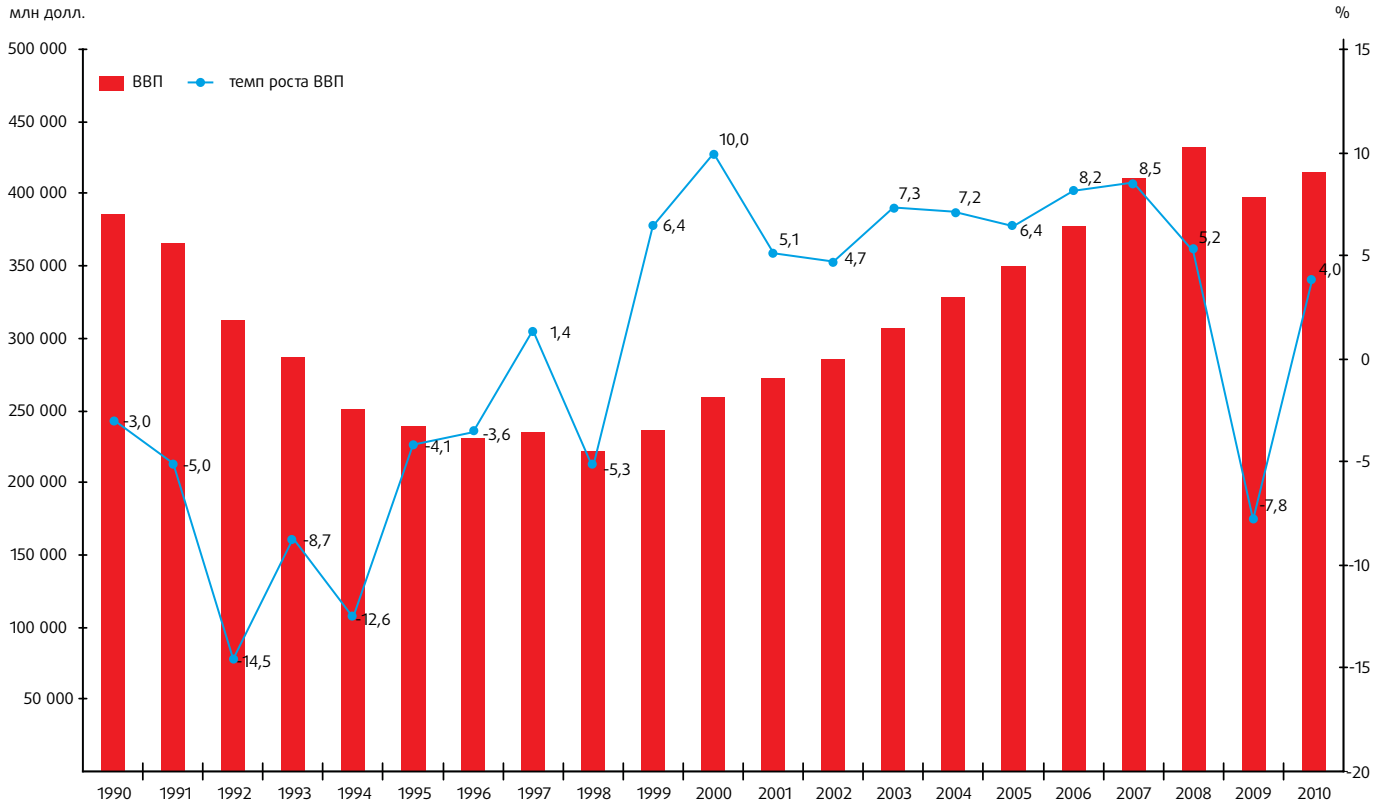
Предлагаемые индикаторы для идентификации избыточной кредитной экспансии в России

Исходя из всего вышесказанного, для идентификации избыточной кредитной экспансии в России, на наш взгляд, целесообразно применять методологию Базельского комитета по банковскому надзору при определении отклонения фактического показателя «кредиты/ВВП» от его тренда. Для того чтобы избежать главного недостатка этой методологии, заключающегося в ориентации на единственный показатель, считаем целесообразным наблюдать и за рядом других макроэкономических индикаторов, изменение которых может свидетельствовать о характере воздействия кредитной экспансии на экономику.

По нашему мнению, такие вспомогательные «сигнальные» индикаторы можно объединить в четыре группы:

1. Макроэкономические индикаторы.
2. Банковские индикаторы.
3. Рыночные ставки и спреды по ним.

Рисунок 1. **Динамика ВВП в России в 1990–2010 годы.** [3]



4. Величина и количество дефолтов по облигациям.

Наше рассмотрение начнем с анализа показателя «кредиты/ВВП». Для расчета соотношения «кредиты/ВВП» Базельский комитет по банковскому надзору рекомендует в показатель «кредиты» включать все кредиты, предоставленные частному сектору (private sector) — фирмам и домохозяйствам.

В качестве показателя «кредиты/ВВП» для целей анализа был взят показатель «внутренний кредит, предоставленный частному сектором» (в % к ВВП) (Domestic credit to private sector, % of GDP) с сайта Всемирного банка (www.worldbank.org.

Показатель «кредиты/ВВП» необходимо сравнить с его долгосрочным трендом. Если фактический показатель «кредиты/ВВП» значительно превышает значение тренда, то это сигнализирует о расширении кредита до избыточных размеров относительно ВВП. Для определения тренда показателя «кредиты/ВВП» Базельский комитет по банковскому надзору предлагает использовать фильтр Ходрика-Прескотта, который мы и будем использовать в наших расчетах. Поскольку для России из базы данных Всемирного банка были взяты годовые данные, то показатель «лямбда» для фильтра Ходрика-Прескотта был равен 100. Далее определим гэп — превышение показателя «кредиты/ВВП» над его трендом для каждого периода времени t. Согласно предлагаемой Базельским комитетом по банковскому надзору методике контрциклический капитальный буфер должен формироваться только в случае, если гэп будет больше 2.

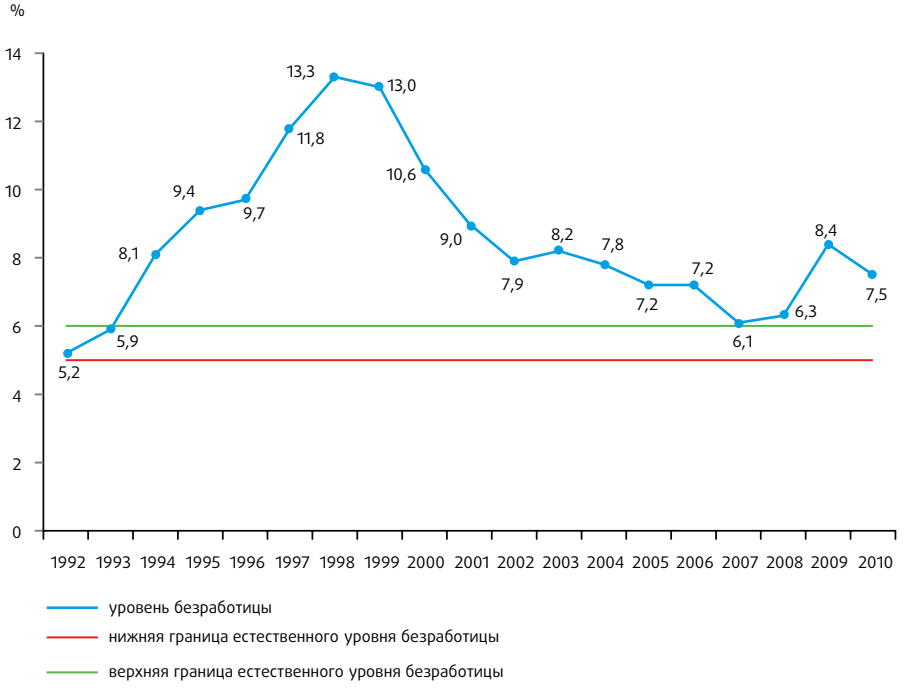
Далее в табл. 1 приведены данные анализа показателя «кредиты/ВВП» для России и желтым цветом выделены периоды, в которых гэп равен или больше 2.

Таким образом, из представленных данных становится видно, что период избыточного роста кредитования согласно предлагаемой Базельским комитетом по банковскому надзору методике расчета наблюдался три раза — в период 1993–1994 годы, в 1998 году, в 2007–2009 годы. Получается, что согласно методологии Базельского комитета по банковскому надзору, кредитная экспансия коммерческих банков в России стала избыточной и начала оказывать отрицательное воздействие на экономику в период 2007–2009 годов.

Для подтверждения полученных выводов проанализируем поведение перечисленных выше дополнительных индикаторов, позволяющих определить момент начала избыточной кредитной экспансии.

Рисунок 2. **Ежегодный темп роста инфляции (дефлятор ВВП) в России за период 2001–2011 годы**[4]

Рисунок 3. **Уровень безработицы в России в 1992–2010 годы**[6]



Начнем с группы показателей «макроэкономические индикаторы».

Динамика ВВП и показателя «ежегодный темп роста инфляции (дефлятор ВВП)» для России

На рисунках 1 и 2 приведены данные анализа динамики ВВП и показателя «ежегодный темп роста инфляции (дефлятор ВВП)» для России.

Анализ рис. 1–2 свидетельствует о том, что ВВП достиг своего пика в 2008 году, при том, что максимальное отклонение ВВП наблюдалось именно в 2008 года, его темпы прироста в 2008 году были значительно меньше по сравнению с темпами роста в 2006–2007 годы. В 2009 году произошло падение роста ВВП, которое восстановилось только в 2010-м, но так и не достигло темпов прироста предкризисного уровня. Таким образом, 2008 год может рассматриваться как год, в котором проявились последствия перегрева экономики, заложенные в прошлые периоды.

Показатель «уровень безработицы», определяемый как доля безработных к общей величине трудовых ресурсов в процентах.

Для анализа состояния занятости населения в экономике предлагается рассмотреть показатель «уровень безработицы», определяемый как доля безработных к общей величине трудовых ресурсов.

В качестве простейшего индикатора наличия в экономике неиспользуемых ресурсов и возможности использования денежно-кредитного механизма для «разогрева» экономики, на наш взгляд, можно использовать концепцию “естественного уровня безработицы”[5].

Как видно из рис. 3, уровень безработицы в России приближался к уровню в 6% в 2007–2008 годы, что может рассматриваться как один из индикаторов начинающегося возможного перегрева в экономике и проявления отрицательных

последствий воздействия кредитной экспансии на экономику.

Показатель «М2/ВВП» и темпы прироста показателя «М2/ВВП»

Далее на рис. 4–5 приведены данные анализа показателя «М2/ВВП» и темпов его прироста для России.

Анализ динамики поведения показателя «М2/ВВП» свидетельствует о том, что в 2008 году наблюдалось резкое сокращение темпов его прироста — с 13,75% в 2007 году до 0,88% в 2008 году, что может свидетельствовать о перегреве в экономике.

Далее продолжим рассмотрение группы «банковские индикаторы».

Доля проблемных ссуд в общем объеме ссуд.

Как видно из рис.6, с 2000 и до 2006 года доля проблемных ссуд в общем объеме ссуд постоянно снижалась с 7,7% до 2,4 % соответственно, что может свидетельствовать об уменьшении кредитного риска в экономике. При этом с 2007 года доля проблемных ссуд начала расти, что свидетельствует о повышении уровня кредитного риска в банковском секторе и может (с запозданием) сигнализировать об избыточной кредитной экспансии.

Отношение банковского капитала к величине активов.

На рис. 7 изображена динамика норматива достаточности собственных средств, который можно рассматривать как один из сдерживающих факторов расширения кредитования. Объясняется это тем, что объем привлеченного заемного капитала в банковском секторе опосредованного регулируется показателем достаточности капитала. Начиная с 2000 по 2003 год можно было наблюдать увеличение норматива достаточности капитала с 12,1 до 14,6% соответственно. С 2003

Рисунок 4. **Динамика показателя "М2/ВВП" в России в 1994–2011 годы, %**[7]

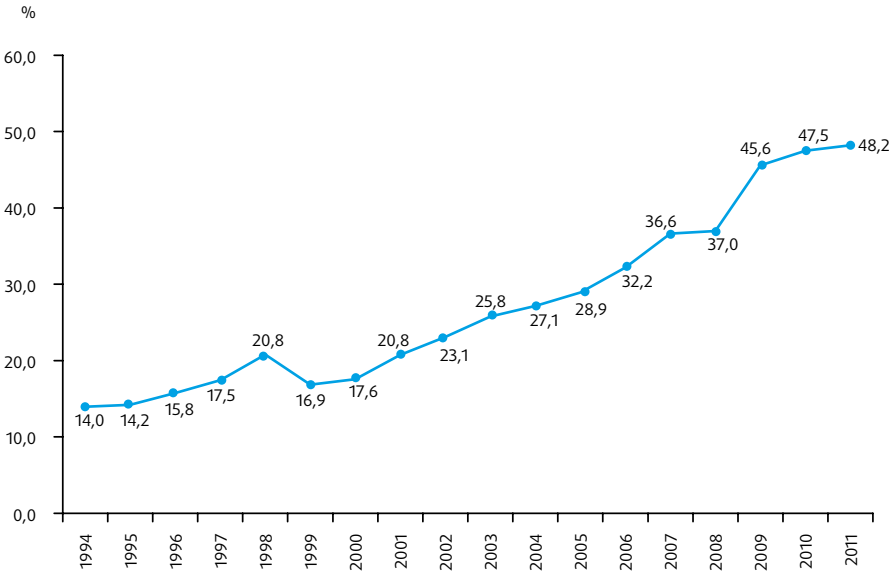


Рисунок 5. **Темпы прироста показателя "М2/ВВП" в России в 1995-2011 гг., %** [8]

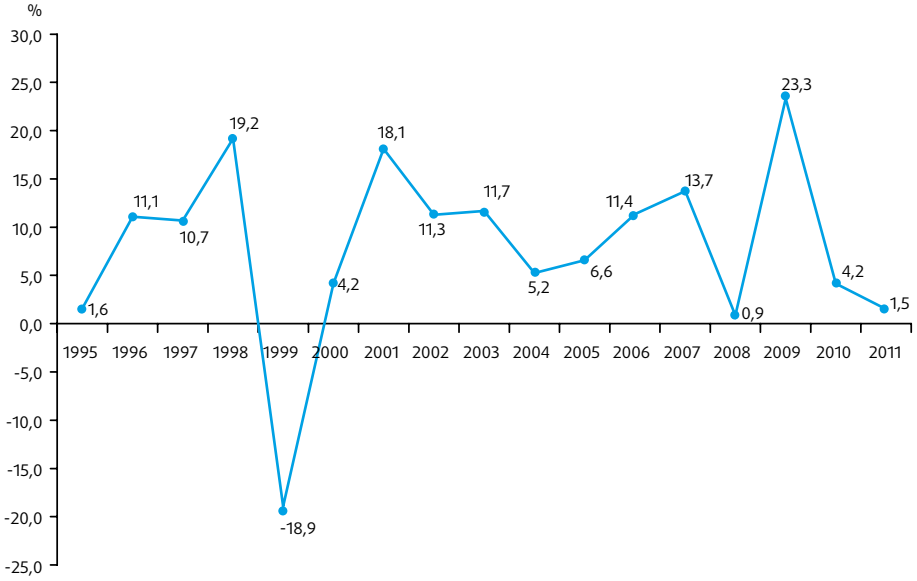


Рисунок 6. **Доля проблемных ссуд в общем объеме ссуд, %**[9]

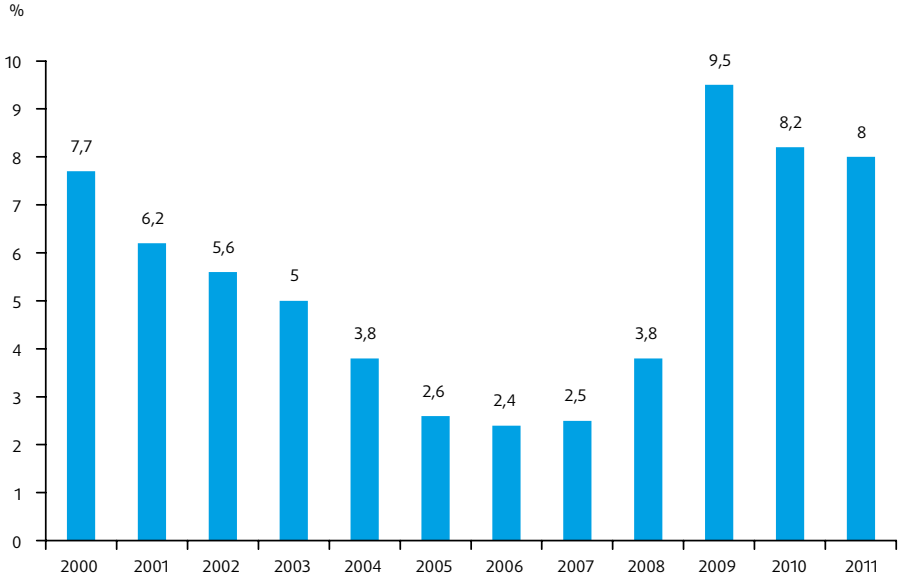
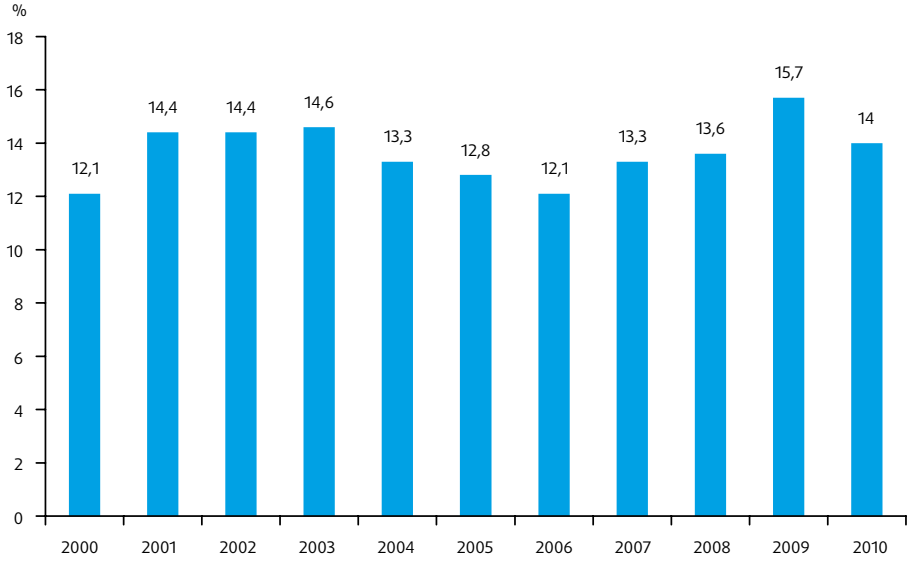


Рисунок 7. **Норматив достаточности капитала, %**[10]



до 2006 год происходило постепенное уменьшение норматива достаточности капитала, которое можно объяснить, в том числе, значительным расширением активных операций, и прежде всего кредитования, коммерческими банками. В 2006 году норматив достаточности капитала достиг своего локального минимума, опустившись до уровня 2000 года и достигнув 12,1%. Таким образом, в 2006 году был практически достигнут потолок по дальнейшему расширению активных операций коммерческих банков. Таким образом, осуществление дальнейшего кредитования можно рассматривать как избыточное.

Далее рассмотрим группу «рыночные ставки и спреды по ним».

Для идентификации отрицательных последствий кредитной экспансии предлагается рассмотреть следующие четыре показателя:

- средняя годовая депозитная процентная ставка;
- средняя годовая ставка процентов по выдаваемым кредитам;
- спрэд по процентным ставкам, определяемый как разница между средней годовой ставкой процентов по выдаваемым кредитам и средней годовой депозитной процентной ставкой;
- реальная кредитная процентная ставка, определяемая как средняя годовая ставка процентов по выдаваемым кредитам, скорректированная на величину инфляции (дефлятор ВВП).

Если посмотреть на рис. 8–10, то можно увидеть, что номинальная кредитная ставка снижалась с 2000 (24,4%) по 2007 год (10,0%). В период 2008–2009 годов номинальные кредитные ставки росли, достигнув локального максимума в 2009 г. в размере 15,3%. В 2010 году номинальная кредитная ставка сократилась до уровня в 10,8 %, что свидетельствует об активизации на рынке кредитования.

Однако, как известно, в рыночной экономике обязательно присутствует инфляция. Именно поэтому интересно рассмотреть и динамику реальной процентной ставки по кредитам, поскольку при принятии решений об использовании кредита именно она имеет важное значение (рис. 9). Если темп обесценения денег превышает величину номинальной процентной ставки, то реальная процентная ставка превращается в отрицательную (негативную). Интересно отметить, что начиная с 2003 и до 2008 года в России наблюдались отрицательные реальные ставки по кредитам. Это может свидетельствовать о ситуации, когда было более выгодно заимствовать и менее выгодно кредитовать. Таким образом, если судить по номинальным ставкам процента, то можно сделать вывод, что кредитование было дорогим, однако в реальном выражении издержки кредитования в действительности были довольно низкими.

Также, как видно из рис. 9, спред по процентным ставкам снижался с 2000 до 2007 года, после чего повышался в 2008–2009 годы.

Таким образом, анализ рыночных ставок и спредов по ним свидетельствует о том, что начиная с 2007 года кредиторы при предоставлении заемных средств начали закладывать все большие риски, что косвенно может свидетельствовать об избыточной кредитной экспансии.

Рассмотрение завершим показателями величины и количества дефолтов по облигациям.

Для идентификации отрицательных последствий кредитной экспансии предлагается рассмотреть такой показатель, как «количество дефолтов по облигациям российских эмитентов». Данный индикатор характеризует некредитоспособность предприятий и возможность запуска механизма реализации системного кредитного риска.

Рисунок 8. **Динамика спреда по процентным ставкам и реальная кредитная процентная ставка в России в 1995–2010 годы**[11]

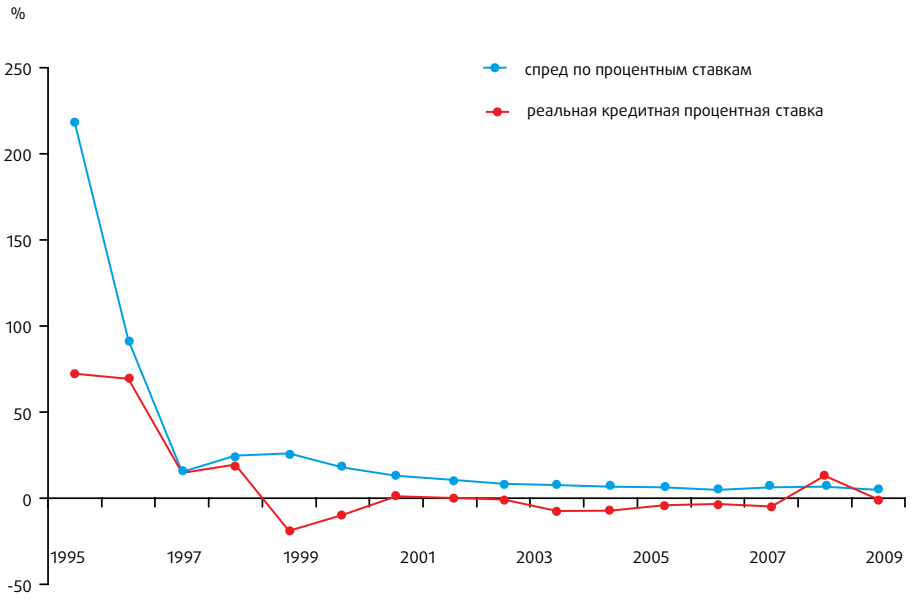


Рисунок 9. **Динамика спреда по процентным ставкам и реальная кредитная процентная ставка в России в 2000–2010 годы**[12]

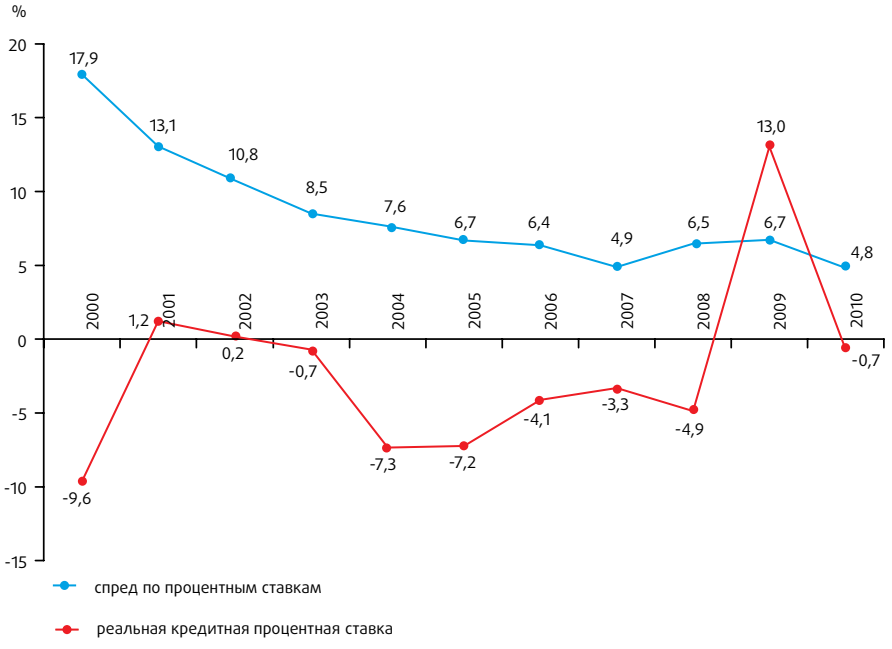


Рисунок 10. **Динамика среднегодовой депозитной процентной ставки и ставки процента по выданным кредитам в России в 2000–2010 годы**[13]

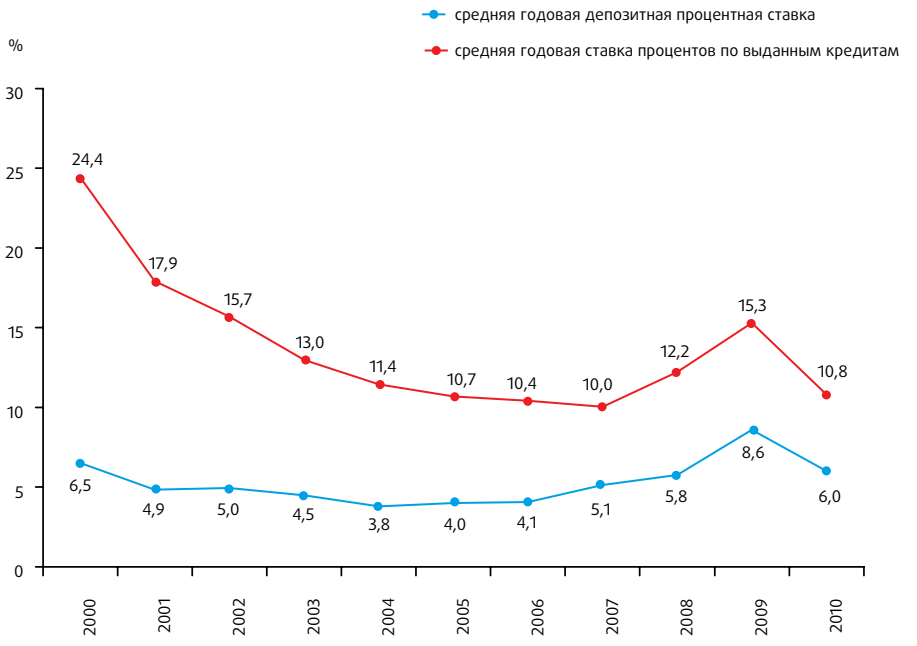
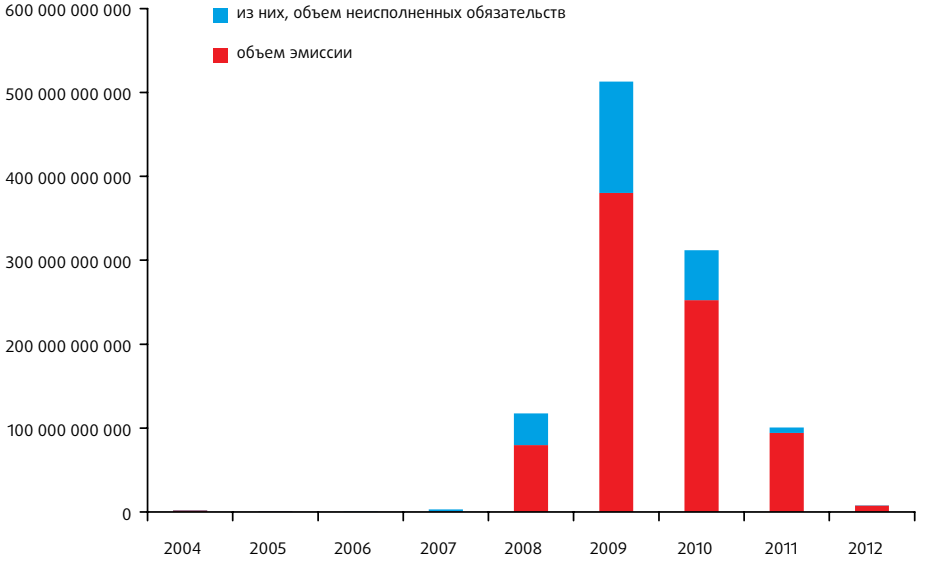


Рисунок 11. **Величина неисполненных обязательств по российским облигациям к объему таких облигаций, руб.**[15]



В табл. 2 представлено количество дефолтов при выплате купонов и погашении номинальной стоимости по российским облигациям за период 2002–2011 годов. Как видно, начало массовых невыплат можно наблюдать с 2008 года — число дефолтов по сравнению с 2007 годом возросло в 31 раз! Таким образом, в 2008 году в массовом порядке начали реализоваться накопленные в предыдущие периоды кредитные риски. В 2009 году данный показатель также увеличился по сравнению с прошлым периодом, то есть с 2008 годом, в 8,25 раза и достиг рекордного показателя в 256 дефолтов! Только в 2010 году количество дефолтов по сравнению с предыдущим периодом уменьшилось и составило 168 дефолтов, что все равно является крайне высоким показателем и сигнализирует о текущем наличии системного кредитного риска.

На рис. 11 отображена величина неисполненных обязательств по российским облигациям к объему таких облигаций, свидетельствующая о том, что начиная с 2008 года наблюдался значительный рост величины просроченных обязательств.

Таким образом, исходя из вышеизложенного, можно констатировать, что в России избыточная кредитная экспансия наблюдалась на протяжении периода 2007–2009 годов. ◻

Таблица 2. **Количество дефолтов (включая технические) при выплате купонов и погашении номинальной стоимости по российским облигациям[14]**

2002	0
2003	0
2004	3
2005	1
2006	1
2007	1
2008	31
2009	256
2010	168
2011	68

Примечания

1 Guidance for national authorities operating the countercyclical capital buffer. — Basel Committee on Banking Supervision, December 2010.

2 Anchoring Countercyclical Capital Buffers: The Role of Credit Aggregates. Mathias Drehmann, Claudio Borio, Kostas Tsatsaronis // Bank for International Settlement, 2011.

3 Составлено на основе данных Всемирного банка (www.worldbank.org).

4 Составлено на основе данных Всемирного банка (www.worldbank.org).

5 Подробнее об использовании показателя «естественный уровень безработицы» для анализа см.: Ненахова Елена. Кульминация супербума // Вестник НАУФОР. – № 11, 2009.

6 Для расчетов использованы макроэкономические данные по России из базы данных Всемирного банка (www.worldbank.org).

7 Для расчетов использованы макроэкономические данные по России из базы данных Всемирного банка (www.worldbank.org).

8 Для расчетов использованы макроэкономические данные по России из базы данных Всемирного банка (www.worldbank.org).

9 Для расчетов использованы макроэкономические данные по России из базы данных Всемирного банка (www.worldbank.org).

10 Для расчетов использованы макроэкономические данные по России из базы данных Всемирного банка (www.worldbank.org).

11 Для расчетов использованы макроэкономические данные по России из базы данных Всемирного банка (www.worldbank.org).

12 Для расчетов использованы макроэкономические данные по России из базы данных Всемирного банка (www.worldbank.org).

13 Для расчетов использованы макроэкономические данные по России из базы данных Всемирного банка (www.worldbank.org).

14 Составлено на основе данных Cbonds.ru.

15 Составлено на основе данных Cbonds.ru.

Поиск формата

Национальная ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР) подготовила концепцию регулирования розничного рынка FOREX в России

Документ включает в себя описание регулируемого и нерегулируемого розничного внебиржевого рынка FOREX и его правовой сущности, общие черты регулирования этого рынка за рубежом, проблемы и основные задачи регулирования розничного рынка FOREX в России, а также предложения по его регулированию.

НАУФОР предлагает лицензировать эту деятельность как дилерскую, при этом внести изменения в понятие «дилерская деятельность», как наиболее близкую к деятельности на этом рынке. Предлагается установить требования к размеру собственных средств и управлению рисками, регулированию конфликта интересов, а также рекламы этой деятельности.

Концепция основана на предложениях регулирования розничного рынка FOREX, утвержденных Советом директоров НАУФОР 11 апреля 2012 года. Вопрос о разработке такой концепции был поставлен перед НАУФОР в конце 2011 года, в том числе, в связи с участием компаний членов НАУФОР на этом рынке, а также необходимостью исключить регулятивный арбитраж для компаний, занимающихся дилерской и брокерской деятельностью на рынке ценных бумаг.

Документ направлен в Министерство финансов РФ и в ФСФР России.

Внебиржевой розничный рынок FOREX в России в последние годы растет высокими темпами, вовлекая в операции все большие слои населения. К настоящему времени этот рынок сопоставим с регулируемым фондовым рынком брокерских услуг.

Инструментом, который чаще всего предлагается розничным клиентам, является «контракт на разницу» (Contract for Difference, CFD), то есть договор, предполагающий уплату денежных сумм сторонами в зависимости от изменения курсов определенных сторонами валют. Контрагентом граждан в этом случае обычно являются зарубежные компании, зарегистрированные в офшорных юрисдикциях.

В настоящее время российское гражданское законодательство, в том числе законодательство, регулирующее финансовый рынок, определилось в отношении внебиржевых сделок граждан, расчеты по которым зависят от изменения валютных котировок, признав их

производными финансовыми инструментами. Тем не менее полноценное регулирование деятельности по предоставлению услуг на рынке FOREX отсутствует, в результате чего интересы граждан подвергаются большим рискам.

В настоящее время на всех развитых финансовых рынках услуги, позволяющие совершать операции с биржевыми либо внебиржевыми валютными деривативами, могут предоставляться только лицензированными лицами, такие операции регулируются и контролируются. В целом подходы к регулированию сходны, хотя и имеют некоторые отличия от страны к стране.

Основные проблемы, характерные для внебиржевого розничного рынка FOREX, следующие:

- отсутствие в России судебной защиты внебиржевых производных финансовых инструментов с участием граждан, связанное с двумя аспектами, — прямое указание ГК, исключающее такую защиту, и практика заключения соответствующих сделок с иностранным юридическим лицом с подчинением их иностранному праву;
- недобросовестная реклама, которая вводит граждан в заблуждение относительно существенных аспектов сделок на рынке FOREX и рисков, которые связаны с этими операциями. Реклама адресуется наиболее уязвимым, неквалифицированным на финансовом рынке группам населения;
- отсутствие необходимой информации о рисках, связанных с операциями на рынке FOREX, снижает осмысленность решения граждан о совершении таких операций и выбор их условий, выбор наиболее рискованных условий приводит к высокой вероятности потерь;
- манипулирование котировками — в отсутствие регулирования формирования котировок — произвольное, независимое от рыночной конъюнктуры, зачастую манипулятивное, их формирование является одним из наиболее распространенных способов злоупотребления на рынке FOREX;
- использование большого «плеча» — предложение гражданам возможности повысить доход от операций за счет предоставления «плеча» (многие компании предлагают плечо 1:500), что многократно увеличивает риск потери средств клиентами в результате самых незначительных изменений котировок, усиливаемый манипулированием котировками;
- имитация технических сбоев — в отсутствие контроля и распределения риска технических сбоев их имитация является одним из распространенных на практике злоупотреблений, препятствующих клиентам воспользоваться выгодным изменением котировок или минимизировать свои потери в случае невыгодного их изменения;
- сделки «задним числом» — наиболее грубое злоупотребление, состоящее в имитации сделок клиента, невыгодных для него;
- несовершенство налогового режима — сальдирование прибыли и убытков по внебиржевым сделкам предусмотрено только в отношении аналогичных внебиржевых производных финансовых инструментов. У налогоплательщика отсутствует возможность уменьшить доход, полученный от операций с базовым активом (ценные бумаги, товарные активы, драгметаллы) на величину убытка от внебиржевых сделок на разницу цен (в том числе в отношении цен указанных ценных бумаг, товарных активов, драгметаллов) или валютных курсов.

Государство не может больше игнорировать внебиржевой розничный рынок FOREX. Если оно продолжит его игнорировать, население может понести большие потери и сформировать негативное отношение к финансовому рынку в целом, а это противоречит задачам его развития. Перед законодателем стоит сложная задача: с одной стороны, обеспечить приемлемый уровень защиты интересов населения, с другой — обеспечить интерес к предложению услуг на рынке FOREX-компаниями, зарегистрированными на территории России. При этом законодатель должен избежать регулятивного арбитража с другими сегментами финансового рынка.

В качестве основных регулятивных решений предлагаются следующие:

- лицензирование деятельности на розничном рынке внебиржевых деривативов — предлагается распространить законодательство о рынке ценных бумаг, регулирующее дилерскую деятельность, на деятельность на рынке FOREX, установив при необходимости особенности такой деятельности;
- установление требований к размеру собственных средств и управлению

рисками — поставщики услуг на рынке FOREX должны подчиняться не меньшим требованиям к минимальному размеру собственных средств, чем соответствующие профессиональные участники рынка ценных бумаг. Эти требования по мере введения пруденциального надзора должны быть дополнены пруденциальными требованиями;

- регулирование конфликта интересов — регулятивный режим должен снижать вероятность разрешения конфликта интересов компаний, оказывающих услуги на рынке FOREX, в свою пользу и в ущерб своим клиентам;
- регулирование рекламы — важнейший элемент регулирования, который должен исключать вероятность существенного заблуждения граждан, совершающих операции на FOREX, и ограничивать участие в этих операциях части населения, которая наименее квалифицированна в операциях на финансовом рынке;
- регулирование информирования о рисках — должны быть установлены правила информирования о рисках, связанных с операциями на рынке FOREX, которые позволят клиентам принимать осознанное и приемлемое для них решение об их совершении, а также о выборе условий таких операций;
- введение требований suitability — правила оказания услуг на рынке FOREX должны обеспечивать дифференциацию своих условий в зависимости от профиля клиента, исключая предложение условий, связанных с высоким риском, наименее квалифицированным клиентам;
- регулирование и ограничение «кредитных плечей» — в законодательстве должно быть ограничено общее количество «плечей», которые могут быть предоставлены гражданам при совершении операций на рынке FOREX, при этом граждане должны быть дифференцированы в соответствии с правилами suitability;
- регулирование отчетности перед клиентами — правила отчетности должны обеспечивать для клиента прозрачность операций с его средствами, позволять ему судить о финансовых результатах своих операций и отличаться юридической определенностью в случае возникновения споров;
- регулирование формирования котировок — такое регулирование должно обеспечивать юридическую определенность обязательств между сторонами, исключая возможность манипулирования котировками, при этом котировки должны быть как можно более близки к индикаторам, отражающим рыночную конъюнктуру;
- создание системы контроля котировок — создание централизованного механизма проведения всех операций, фиксации и раскрытия котировок на рынке FOREX, позволяющего повысить дисциплину участников рынка FOREX и обеспечить возможность выявления злоупотреблений на этом рынке;
- введение судебной защиты — введение регулирования деятельности на рынке FOREX позволяет распространить судебную защиту на внебиржевые производные финансовые инструменты с участием физических лиц;
- уточнение правил налогообложения — в налоговое законодательство должны быть внесены изменения, предусматривающие возможность сальдирования прибыли и убытков по операциям с валютными парами и однородными инструментами, независимо от того, совершены ли они на биржевых торгах или на внебиржевом рынке.

Регулируемый и нерегулируемый розничный рынок FOREX в России сегодня

Термин «FOREX» является общим и объединяет в себе множество различных видов операций, так или иначе связанных с иностранной валютой. В широком смысле это понятие включает в себя все многообразие связанных с валютой операций с разным субъектным составом, например: спотовые конверсионные операции, поставочные и расчетные производные финансовые инструменты, осуществляемые банками, финансовыми организациями, юридическими и физическими лицами.

На сегодняшний день розничным клиентам доступны как биржевой, так и внебиржевой рынки FOREX, а на этих рынках — два типа операций: конверсионные операции и договоры, являющиеся производными финансовыми инструментами.

Регулируемый рынок

На биржевом рынке розничным инвесторам доступны конверсионные операции, а также производные финансовые инструменты, базовым активом которых является валюта.

В первом случае речь идет о валютном рынке Московской биржи, доступ к которому розничным инвесторам был предложен сравнительно недавно. Доступ к этому рынку имеют клиенты банков-участников — «прайм-брокеров», которые благодаря этому могут осуществлять операции в рамках ETC, то есть приобретать иностранную валюту за рубли.

Во втором случае речь идет об операциях с валютными деривативами в секции FORTS Московской биржи, среди которых представлены пять видов фьючерсов на курс валютных пар[1], а также два вида опционов на фьючерс[2]. Следует упомянуть и Биржу «Санкт-Петербург», которая недавно приступила к реализации проекта FX+, в рамках которого биржевые посредники совершают фьючерсные операции на кросс-курсы валют.

На внебиржевом рынке гражданам доступны конверсионные операции, то есть сделки покупки или продажи валюты с кредитной организацией, имеющей валютную лицензию Банка России. В последнее время ряд российских коммерческих банков предлагает услуги по совершению конверсионных

арбитражных операций, то есть сделок «между банком и клиентом по покупке или продаже безналичной иностранной валюты за безналичную иностранную валюту другого вида или за рубли, с расчетом на согласованную дату валютирования»[3].

В целом указанными выше операциями перечень доступных физическим лицам операций, находящихся под государственным регулированием и надзором, ограничивается.

Нерегулируемый рынок

Наряду с упомянутыми выше биржевыми инструментами и внебиржевыми конверсионными операциями в последние годы в России активно предлагаются внебиржевые валютные инструменты.

Инструментом, который чаще всего предлагается розничным клиентам, является «контракт на разницу» (Contract for Difference, CFD), то есть договор, предполагающий уплату денежных сумм сторонами в зависимости от изменения курсов определенных сторонами валют.

Розничным клиентам предлагается следующая модель отношений. Розничный клиент вступает в договорные отношения обычно с иностранной компанией, при этом несмотря на то, что де-факто услуги оказываются на территории России, отношения находятся в правовом поле иностранных государств.

Такие сделки, хотя они и ассоциируются с финансовым рынком и финансовыми услугами, не находятся под российским регулированием и надзором, а также не подлежат судебной защите в России.

По данным подготовленного в конце 2011 года Интерфакс ЦЭА обзора рынка услуг FOREX — брокеров в России, клиентами крупнейших компаний, предлагающих свои услуги в России по указанной офшорной модели, являются 600 тыс. человек, что свидетельствует о степени распространения услуг, сопоставимой с клиентской базой брокерских компаний в России[4].

Правовая сущность розничного внебиржевого производного финансового инструмента

Одной из главных юридических проблем регулирования рынка деривативов является их отграничение от азартных игр, и в частности от пари. Удовлетворительные попытки такого отграничения предприняты относительно недавно, однако до настоящего времени ни одна правовая система не предложила достаточно четкого разграничения этих понятий для сделок с участием физических лиц. Такое разграничение по-прежнему представляется важным, поскольку предполагает применение к отношениям разного регулятивного режима, в частности признание или отказ в их судебной защите. Ниже будет показано, что российское законодательство не до конца определилось со своим отношением к производным финансовым инструментам с участием физических лиц (в том числе CFD).

Мировое законодательство исторически негативно относится к азартным играм: с точки зрения римского частного права, действовавшего до Дигестов Юстиниана, все сделки, заключенные ради игры на деньги, включая пари, являлись ничтожными, а некоторые были даже уголовно наказуемыми, позднее Дигесты Юстиниана лишили права требования игроков и участников пари исковой защиты.

Дореволюционной отечественной цивилистике было известно понятие «сделки на разность», причем подобное правоотношение квалифицировалось в качестве сделки пари, что лишало судебной защиты требования из подобных правоотношений. Однако уже в то время подобная квалификация вызывала споры среди ученых-цивилистов, некоторые из них видели в подобных сделках стабильные предпринимательские отношения, а другие усматривали лишь удовлетворение чувства азарта, то есть страсть к риску, составляющую единственный мотив соглашения.

Аналогичный подход использовался и в других европейских кодексах, в английском праве и праве США.

В 1734 году в Великобритании были запрещены все сделки с деривативами при том, что к этому моменту в стране уже был сформирован рынок фьючерсов и опционов. Тенденция к запрету срочных сделок изменяется в конце XIX века, когда в законодательстве Франции и Германии впервые появляются указания на особенный статус производных финансовых инструментов среди иных алеаторных договоров, а на требования из них распространяется судебная защита. Наличие судебной защиты, однако, зависело от определенных обстоятельств. Так, немецкий биржевой закон допускал судебную защиту, если сделки совершались купцами, записанными в торговый регистр, а объектом сделки были товары и ценные бумаги, обращаемые на бирже.

Вплоть до 1974 года в США все производные финансовые инструменты были приравнены к азартным играм и запрещены в США. Исключение было сделано только Законом о товарных биржах 1936 для поставочных деривативов, базовым активом которых являлась сельскохозяйственная продукция.

В 1974 году в Закон 1936 года были внесены изменения, давшие более широкое понятие производным финансовым инструментам. Оно включило в себя договоры, предусматривающие уплату денежных сумм в зависимости от изменения цен на все товары (кроме лука), услуги, права, процентные ставки и иные виды базового актива. Регулирование появившегося рынка производных тем же законом было передано от Министерства сельского хозяйства в независимый орган власти — Commodity Futures Trading Commission.

Эволюция законодательства, приведшая к выделению сделок с деривативами из сделок пари, демонстрирует труд-

ности в юридическом разделении этих сделок, с которыми приходилось сталкиваться законодателю. Действительно, азартные игры и деривативы имеют много общего с внешней стороны, что порой позволяет манипулировать этими понятиями.

Схожесть двух этих сделок иллюстрирует тот факт, что большинство компаний, предоставляющих доступ на внебиржевой розничный рынок FOREX Великобритании, сегодня предлагают физическим лицам сделки двух различных видов одновременно: финансовые пари (Spread Betting) и операции с производными финансовыми инструментами (контрактами на разницу). При этом используются одни и те же торговые терминалы, и клиент совершает одни и те же действия, однако в одном случае они будут являться ставкой в азартной игре, а в другом заключением договора, являющегося производным финансовым инструментом.

Указанная ситуация является следствием естественного дефекта в позитивном праве, которое не справилось и, возможно, не в состоянии окончательно справиться с задачей по разделению азартных сделок пари и расчетных производных финансовых инструментов. В конечном итоге, спор о признании тех или иных сделок пари или производными финансовыми инструментами на регулятивном уровне идет вокруг causa этих сделок. В большинстве случаев законодатель пытается дать как можно более формальные признаки для сделок, не относящихся к азартным играм, позволяющие избежать выяснение causa, однако в остальных случаях ее выяснение, а значит и квалификация конкретных сделок остается на усмотрение судей.

Российское законодательство дает пример неясности границ между понятиями «игра», «пари» и «производный финансовый инструмент». ГК не использует при разграничении сделок, заслуживающих и не заслуживающих судебной защиты, понятие «производный финансовый инструмент», давая формальные признаки, обыкновенно ассоциирующиеся с производными финансовыми инструментами[5].

Определение понятий «азартная игра», «пари» и «производный финансовый инструмент» дается в специальном законодательстве, первые два — в законе «О государственном регулировании деятельности по организации и проведению азартных игр и внесении и о внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации» (Закон об азартных играх), а последнее — в законе «О рынке ценных бумаг».

В соответствии с Законом об азартных играх «азартная игра — основанное на риске соглашение о выигрыше, заключенное двумя или несколькими участниками такого соглашения между собой либо с организатором азартной игры по правилам, установленным организатором азартной игры»[6], а «пари — азартная игра, при которой исход основанного на риске соглашения о выигрыше, заключаемого двумя или несколькими участниками пари между собой либо с организатором данного вида азартной игры, зависит от события, относительно которого неизвестно, наступит оно или нет».[7]

Понятие «выигрыш»[8], данное в этом законе, мало помогает юридической определенности понятий «азартная игра» и «пари», оставляя на усмотрение суда определение того является ли та или иная сделка основанным на риске соглашением о выигрыше.

Аналогичные задачи решались российским судом и прежде. Классическое для российской цивилистики определение пари содержится в решении Гражданского кассационного департамента Правительствующего Сената № 57 за 1883 год: «По общему понятию о пари, это такое соглашение, которое, имея все внешние признаки договора, вызывается не действительными и серьезными потребностями жизни, а прихотью или страстью, и в котором стремление достигнуть известного результата лишь путем риска составляет единственный мотив соглашения».

В новейшей истории российской судебной системе тоже пришлось искать отношение к производным финансовым инструментам. Под влиянием споров, возникших после финансового кризиса 1998 года, установилось следующее отношение к деривативам: поставочные производные финансовые инструменты, являясь по своей природе договорами купли-продажи или мены с отложенным сроком исполнения, обладали всей полнотой судебной защиты, предусмотренной законодательством для данного вида договоров, а расчетные производные финансовые инструменты в соответствии с действовавшей тогда редакцией статьи 1062 Гражданского кодекса отвечали признакам пари и на этом основании не подлежали судебной защите.

На этом основании различные судебные инстанции неоднократно отказывали в судебной защите прав сторон сделок, являющихся расчетными производными финансовыми инструментами. В постановлении от 08.06.1999 № 5347/98 Президиум Высшего арбитражного суда РФ признал обоснованным квалификацию указанных сделок в качестве разновидности игровых сделок, которые действующее законодательство не регулирует и не содержит указаний на предоставление подобным сделкам судебной защиты.

Указанное Постановление несколько лет определяло судебную практику. Однако Конституционный суд РФ в определении от 16.12.2002 № 282-О указал, что отказ в судебной защите требований из соответствующих сделок может в ряде случаев оказаться в противоречии с принципом свободы предпринимательской деятельности, принципом свободы договоров, закрепленным в

статье 421 Гражданского кодекса РФ, Конституционный суд РФ отметил, что вопрос о том, является ли сделка пари или нормальной предпринимательской сделкой, должен решаться судом исходя из конкретных обстоятельств дела. Между тем Конституционный суд признал то, что законодательство не содержит признаков, которыми суды могут руководствоваться при вынесении такого решения, и указал на необходимость дальнейшего регулирования соответствующих отношений.

Российский законодатель, руководствуясь вышеуказанными соображениями и действуя в русле практики, сформированной на тот момент в государствах континентального права, внес в 2007 году важные поправки в ст. 1062 ГК РФ[9] главы «Требования, связанные с организацией игр и пари и участием в них».

ГК устанавливает, что правила этой главы (а значит, и отказ в судебной защите) не распространяются «на требования, связанные с участием в сделках, предусматривающих обязанность стороны или сторон сделки уплачивать денежные суммы в зависимости от изменения цен на товары, ценные бумаги, курса соответствующей валюты, величины процентных ставок, уровня инфляции или от значений, рассчитываемых на основании совокупности указанных показателей, либо от наступления иного обстоятельства, которое предусмотрено законом и относительно которого неизвестно, наступит оно или не наступит». Далее ГК устанавливает дополнительные условия предоставления им судебной защиты: «Указанные требования подлежат судебной защите, если хотя бы одной из сторон сделки является юридическое лицо, получившее лицензию на осуществление банковских операций или лицензию на осуществление профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, либо хотя бы одной из сторон сделки, заключенной на бирже, является юридическое лицо, получившее лицензию, на основании которой возможно заключение сделок на бирже. Требования, связанные с участием граждан в указанных в настоящем пункте сделках, подлежат судебной защите только при условии их заключения на бирже».

Внесение изменений в ст. 1062 ГК дало новый импульс развитию рынка деривативов в России и позволило включить в 2009 году определение производного финансового инструмента[10] в ст. 2 ФЗ «О рынке ценных бумаг»: «Производный финансовый инструмент — договор, за исключением договора репо, предусматривающий одну или несколько из следующих обязанностей:

1. Обязанность сторон или стороны договора периодически или единовременно уплачивать денежные суммы, в том числе в случае предъявления требований другой стороной, в зависимости от изменения цен на товары, ценные бумаги, курса соответствующей валюты, величины процентных ставок, уровня инфляции, значений, рассчитываемых на основании цен производных финансовых инструментов, значений показателей, составляющих официальную статистическую информацию, значений физических, биологических и (или) химических показателей состояния окружающей среды, от наступления обстоятельства, свидетельствующего о неисполнении или ненадлежащем исполнении одним или несколькими юридическими лицами, государствами или муниципальными образованиями своих обязанностей (за исключением договора поручительства и договора страхования), либо иного обстоятельства, которое предусмотрено федеральным законом или нормативными правовыми актами федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг и относительно которого неизвестно, наступит оно или не наступит, а также от изменения значений, рассчитываемых на основании одного или совокупности нескольких указанных в настоящем пункте показателей. При этом такой договор может также предусматривать обязанность сторон или стороны договора передать другой стороне ценные бумаги, товар или валюту либо обязанность заключить договор, являющийся производным финансовым инструментом;
2. Обязанность сторон или стороны на условиях, определенных при заключении договора, в случае предъявления требования другой стороной купить или продать ценные бумаги, валюту или товар либо заключить договор, являющийся производным финансовым инструментом;
3. Обязанность одной стороны передать ценные бумаги, валюту или товар в собственность другой стороне не ранее третьего дня после дня заключения договора, обязанность другой стороны принять и оплатить указанное имущество и указание на то, что такой договор является производным финансовым инструментом.»

Нетрудно заметить, что вслед за ГК Закон «О рынке ценных бумаг» не делает попытку использовать causa для того, чтобы отграничить понятие «производный финансовый инструмент» от «азартной игры» и «пари», а пытается, как и ГК, дать как можно более формальные признаки, которые ассоциируются с общественно полезной causa.

Учитывая положение Закона «О рынке ценных бумаг», можно сделать вывод, о правовой сущности операций на внебиржевом розничном рынке FOREX CFD — это контракт предусматривает передачу сторонами соглашения друг другу разницы между текущей стоимостью актива и его значением в конце действия соглашения, при этом, если в конце действия соглашения цена актива выросла, то прибыль получает сторона, купившая актив, а если снизилась — сторона, которая продала актив. Таким

образом, это соглашение попадает под определение понятия «производный финансовый инструмент», данное в законе «О рынке ценных бумаг» как договор, предусматривающий обязанность сторон (или стороны) периодически или единовременно уплачивать денежные суммы в зависимости от изменения курса соответствующей валюты.

Теперь рассмотрим внутреннее противоречие, характерное российскому законодательству и имеющее непосредственное отношение к производным финансовым инструментам на розничном рынке FOREX. Это противоречие заключается в том, что объем понятия «производный финансовый инструмент» по закону «О рынке ценных бумаг» и круг сделок, на которые не распространяются правила главы ГК об играх и пари шире чем круг сделок, которым предоставляется судебная защита. Это происходит потому, что ГК определяет дополнительные условия для предоставления судебной защиты: участие в сделке лицензированного института, а в случае участия в сделке физического лица — совершение сделки на бирже.

Решение, найденное ГК, является безусловно юридически эффективным для обеспечения судебной защиты по основным видам производных финансовых инструментов. По-видимому, ГК даже исключает их из числа сделок, относящихся к азартным играм. Однако в решении есть и противоречие: правила главы об играх и пари на определенные сделки не распространяются, но некоторые из них не имеют судебной защиты, как если бы они были игрой или пари.

Это противоречие выдает сомнение законодателя в отношении общественно полезной causa сделок с участием физических лиц на внебиржевом рынке. Действительно, операции с деривативами на бирже обычно совершаются одновременно с другими операциями и в результате обеспечивают возможность хеджирования. Отказать гражданам в такой возможности означало бы ограничить их операции на спот-рынке. Иное дело — внебиржевой рынок.

В случае с юридическими лицами трудно предположить наличие азарта при совершении сделок. Более того, общепризнанным и общественно-полезным мотивом операций юридических лиц на рынке валютных деривативов является стремление избежать потерь от изменения курса валют и, как следствие, оптимизация одного из видов предпринимательского риска, используя хеджирование как на биржевом, так и внебиржевом рынке. Например, иностранные инвесторы, покупающие ценные бумаги российских эмитентов за рубли, или компании-заемщики, кредитующиеся в долларах США, с помощью производных, безразлично биржевых или внебиржевых, на курс доллара США могут застраховаться от снижения курса рубля, а российские участники внешнеэкономической деятельности на рынке производных могут застраховать поток платежей в иностранной валюте от укрепления курса рубля. Законодатель не может игнорировать и современные объемы этого рынка[11].

В отличие от юридических лиц, а также физических лиц, совершающих операции на биржевом рынке деривативов, азарт физических лиц, совершающих аналогичные сделки на внебиржевом рынке, является распространенной чертой, чего законодатель не может не видеть.

Таким образом, несмотря на то, что сделки на внебиржевом рынке FOREX признаются законодателем производными финансовыми инструментами, они относятся к тем производным финансовым инструментам, которым отказано в судебной защите. Решение вопроса о предоставлении такой защиты является общим для всех внебиржевых финансовых инструментов с участием физических лиц и в целом зависит от ответа на вопрос, не достаточно ли для предоставления такой защиты участия в сделке лицензированного финансового института как это сделано в отношении сделок юридических лиц. В случае положительного решения ГК последовал бы иностранному опыту. В качестве примера можно привести действующую норму Закона ФРГ о ценных бумагах, которая содержит исключение из-под действия статьи ГГУ об азартных играх и пари: судебная защита распространяется на требования из договоров, являющихся производными финансовыми инструментами, при условии, что одна из сторон договора является лицензированным участником финансового рынка. Иными словами, Закон ФРГ предоставляет судебную защиту внебиржевым производным инструментам с участием физических лиц, если их контрагентом или посредником является лицензированный институт, независимо от того идет ли речь о биржевой или внебиржевой сделке.

Регулирование розничного рынка FOREX за рубежом: США и ЕС

В настоящее время на всех развитых финансовых рынках услуги с внебиржевыми валютными деривативами, могут предоставляться только лицензированными лицами, такие операции регулируются и контролируются.

США

В США подобные услуги предлагают фьючерсные брокеры (futures commission merchant, FCM) и розничные FOREX-дилеры (retail foreign exchange dealer, RFED).

В силу исторически сложившейся в США фрагментации регулирования срочный рынок в основном относится к юрисдикции Комиссии по торговле товарными фьючерсами (Commodity Futures Trading Commission, CFTC) и саморегулируемой организации — Национальной фьючерсной ассоциации (National Futures Association, NFA).

Основные элементы регулирования деятельности со стороны CFTC заключаются в следующем. FCM и RFED получают лицензию в CFTC и являются членами саморегулируемой организации NFA. Минимальный размер собственных средств установлен в размере 22 млн долларов США. Сверх минимальной величины компании обязаны поддерживать размер собственных средств в размере пяти процентов от своих обязательств, превышающих 10 млн долларов. К FCM и RFED применяются также требования о наличии контролера (комплаенс-офицера), а также о наличии внутренних документов и политик, регулирующих внутренний контроль, управление рисками, на исключение конфликта интересов, а также детализирующие взаимоотношения с клиентами.

При заключении договора клиенту представляется на подпись форма уведомления о рисках, текст которого утвержден регулятором[12]. Кроме того, раскрытию подлежит информация о процентном соотношении счетов клиентов, понесших убыток (получивших прибыль) в течение квартала. Кроме того, при заключении договора клиенту сообщается о методике расчета (определения) либо источнике информации о курсе валют.

Существуют также детальные требования к отчетности перед клиентом. Клиент ежедневно и ежемесячно получает отчеты, содержащие информацию о состоянии счета, всех совершенных операциях, размере убытка (прибыли), размере комиссий и других удержаний. Клиенту также доступна информация о всех движениях цены на инструменты за весь период, а также информации о методе и алгоритме формирования цены спроса/предложения по которой исполнена его сделка.

В соответствии с регулированием CFTC размер кредитного плеча для клиентов ограничен соотношением 1:50 для основных мировых валют[13] и 1:20 для экзотических.

Кроме общего запрета на мошеннические действия, действует ряд конкретных запретов, например, на заключение сделок по нерыночным ценам, изменение цены сделки после ее заключения, выставление клиенту котировки bid выше (ниже) предыдущей без повышения (понижения) котировки ask на такую же величину, а также прямой запрет на совершение сделок за счет клиента, разрешение на которые не получено от клиента с указанием вида сделки, инструмента и количества.

FCM и RFED обязаны направлять в CFTC и NFA периодическую и ежегодную отчетность, содержащую финансовую информацию и информацию о соблюдении требований регулирования. NFA также проводит ежегодные проверки деятельности всех FCM и RFED.

Кроме отчетности о деятельности FCM и RFED в режиме реального времени отправляют информацию о каждой совершенной операции с клиентом в систему отчетности FORTRESS (Forex Transaction Reporting Execution Surveillance System), которая является инструментом NFA для автоматического анализа рынка и выявления нарушений. В отчет о совершенной сделке включаются все ее основные параметры, что позволяет системе автоматически идентифицировать отклонения от нормальных рыночных условий.

Фрагментация регулирования в США вряд ли является достоинством американского финансового рынка. В свое время такая фрагментация препятствовала развитию рынка деривативов, в частности появлению single stock futures, в настоящее время такая фрагментация привела к очевидному регуляторному арбитражу, который постоянно обсуждается регуляторами. Отношение к требованиям к капиталу, кругу операций, доступного различным видам клиентов (правила suitability), к плечам, разрешенным для клиентов, регулятивная и правоприменительная философия различны для FCM и RFED, с одной стороны, и брокеров-дилеров, совершающих операции на фондовом рынке, с другой стороны.

Временное правило SEC[14] позволяет зарегистрированным брокерам также предлагать услуги розничного FOREX, а при условии соблюдения требований регулирования и правил саморегулируемой организации (FINRA), в частности по раскрытию информации, хранению записей, капиталу, отчетности, и др. В частности, применяется правило предоставления кредитного плеча для розничных клиентов, которое по общему правилу не превышает соотношение 1:1. Как результат, этот сегмент рынка не вызвал интереса у брокеров.

Регулирование раскрытия информации FOREX-компаниями в США позволяет увидеть следующую картину. В настоящее время суммарный объем обязательств FOREX-компаний в США перед клиентами составляет приблизительно 800 млн долларов США. Около 80% от этой суммы составляют обязательства пяти крупнейших компаний, количество активных клиентов которых составляет от 20 до 100 тысяч клиентов.

CFTC предписывает раскрывать информацию о соотношении убыточных и прибыльных счетов в течение квартала. Результаты демонстрируют, что в среднем 70% счетов, открытых у FOREX-компаний, терпят убытки в течение квартала. Соотношение годового дохода FOREX-компаний со среднегодовой величиной активов их клиентов составляет в среднем 5 к 1, то есть около 85% совокупных клиентских активов в течение года переходят в доход FOREX-компании[15].

Европейский союз

В Европе услуги на розничном рынке FOREX предлагают инвестиционные фирмы (в терминологии MiFID[16]).

Европейские инвестиционные фирмы, предлагающие клиентам услуги по заключению контрактов на разницу, находятся под юрисдикцией государ-

ственного регулятора рынка финансовых услуг, которому, как правило, поднадзорны как рынок ценных бумаг, так и деривативный рынок.

MiFID создал в Европе единый рынок финансовых услуг и единые правила лицензирования деятельности инвестиционных фирм. MiFID не выделяет отдельные категории лицензий для финансовых посредников, в самой лицензии инвестиционной фирмы перечисляются возможные виды деятельности, разрешенные ей регулятором той или иной европейской страны. Кроме того, получив лицензию в одной стране ЕС, инвестиционная фирма может предлагать свои услуги в других странах на основании «домашней» лицензии.

Большинство FOREX-компаний ЕС осуществляют деятельность на основании лицензий, разрешающих выполнение поручения клиентов на операции и совершение операций с клиентами за свой счет с производными финансовыми инструментами (включая контракты на разницу), а также хранение активов клиентов. В Великобритании в силу специфики законодательства, к указанным разрешенным видам деятельности, как правило, добавляется организация финансовых пари, однако эти услуги не могут «экспортироваться» в другие страны на основании лицензии инвестиционной фирмы.

Инвестиционная фирма, предлагающая услуги на рынке FOREX, попадает в категорию инвестиционных фирм, осуществляющих операции за свой счет и хранение активов клиента, к которым MiFID и CAD[17] предъявляют наиболее высокие регулятивные требования и требования к минимальному капиталу — 730 тыс. евро, а также пруденциальные требования к финансовой устойчивости.

Заметным отличием европейского регулирования от регулирования в США является отсутствие ограничений по кредитным плечам, что позволяет FOREX-компаниям в Европе предлагать плечи вплоть до 1:500.

Проблемы и основные задачи регулирования внебиржевого розничного рынка FOREX в России

В настоящее время в России активно обсуждается необходимость правового регулирования рынка FOREX, при этом речь главным образом идет о внебиржевом рынке услуг по заключению сделок на разницу курса валют, в которых одной из сторон выступает физическое лицо — о внебиржевом розничном рынке FOREX.

Обсуждение необходимости и способов регулирования рынка FOREX вызвано большой активностью по предложению гражданам соответствующих услуг и количеством граждан, которые уже вовлечены или могут быть вовлечены в соответствующие операции. Это создает все большие социальные риски, требующие регулятивного ответа со стороны государства. Кроме того, неправильные ассоциации населения этих услуг с услугами на регулируемом финансовом рынке, неправильные представления об уровне защиты их интересов, рисках, с которыми связаны соответствующие операции, нарушения интересов граждан дискредитируют регулируемый финансовый рынок.

Следует отметить, что услуги на рынке FOREX предлагаются как компаниями, не имеющими никаких лицензий для операций на финансовом рынке, так и компаниями, имеющими лицензии профессиональных участников рынка ценных бумаг или лицензии кредитных организаций. Операции ни тех, ни других компаний не регулируются, однако существуют некоторые отличия в практике их предоставления (минимальный депозит, количество плечей и др.), свидетельствующие о более бережном отношении лицензированных институтов к своей репутации.

Наконец, на рынке действует большое число компаний, которые используют понятие «FOREX» и связанную с этим терминологию для мошенничества, нанося наибольший вред гражданам и их отношению к финансовому рынку в целом.

Представляется, что в настоящее время у государства отсутствует возможность уклониться, как прежде, от регулирования этого рынка, и сделано это должно быть в первую очередь для решения задачи по защите розничных клиентов.

Рассмотрим основные проблемы, характерные для внебиржевого розничного рынка FOREX и риски граждан, участвующих в операциях на этом рынке.

Отсутствие судебной защиты в России

Выше уже говорилось, что ГК отказывает в судебной защите производным финансовым инструментам с участием граждан на внебиржевом рынке. В результате этого в случае нарушения договора CFD гражданин не может рассчитывать на возможность обратиться в суд с иском о защите своих прав.

Второй аспект этой проблемы состоит в том, что обычно контрагентом гражданина является иностранное юридическое лицо, договор между ними заключается в соответствии с иностранным правом, а спор подлежит рассмотрению в иностранном суде. На практике компания, которая ведет с гражданином переговоры о заключении договора, является российской, однако сам договор заключается с компанией, принадлежащей к той же группе и имеющей созвучное наименование, находящейся за рубежом, чаще всего в юрисдикции, дающей налоговые преимущества или лояльно относящейся к оказанию со своей территории подоб-

ных услуг, если они носят трансграничный характер[18].

В соответствии с общими положениями о подсудности, установленными Арбитражным процессуальным кодексом РФ и Гражданским процессуальным кодексом РФ, иск предъявляется по месту нахождения ответчика (то есть в иностранном государстве)[19].

Таким образом, возможность судебной защиты граждан-клиентов FOREX-компаний по российскому праву исключена, а применение иностранного права физическими лицами затруднена. Это создает очевидный дисбаланс в положении сторон этого договора. Значение отсутствия судебной защиты необычайно важно для решения всех остальных регулятивных проблем — обязательства, которые на себя принимает FOREX-компания, не имеют юридического смысла в отсутствие реальной возможности настаивать на их исполнении в суде.

Недобросовестная реклама

Реклама является одним из основных источников заблуждения граждан относительно операций на рынке FOREX, их существенных аспектов и присущих им рисков. Стоит заметить, что в отсутствие четкого определения операций использование понятия «FOREX» в широком смысле (например, в связи с сообщением о курсе валют в СМИ) является наиболее распространенным способом ввести в заблуждение, вызвать ассоциации с операциями крупных лицензированных финансовых институтов, в том числе на спот-рынке, наличие государственного регулирования и контроля на этом рынке, в этом смысле само понятие «FOREX» является брендом.

Важной чертой рекламы рынка FOREX является то, что она адресована широкому кругу лиц, в первую очередь тем, кто не обладает опытом и знаниями об операциях на финансовом рынке; делается без пояснения о рисках, связанных с соответствующими операциями. Однако существует и ряд специальных приемов, которые широко используются в рекламе услуг на рынке FOREX и вводят в заблуждение:

во-первых, создание впечатления о высоком уровне доходности операций, а также об их обыденности — естественном дополнении к заработной плате, а значит, о низких рисках таких операций;

во-вторых, контекстные ссылки в Интернете, которые позволяют добиваться ассоциаций операций на рынке FOREX с высоким уровнем доходов на этом рынке, а также ассоциаций с регулируемым финансовым рынком (например, поиск по словам «биржа», «фондовый рынок», «брокер» и другим, не имеющим отношения к услугам на рынке FOREX словам, или использование этих слов, позволяющие попадать на сайты FOREX — компаний);

в-третьих, создание впечатления о наличии лицензии и таким образом, регулирования и контроля со стороны государства за совершением операций на рынке FOREX. При этом может упоминаться лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг, кредитной организации, однако в ряде случаев упоминание лицензии может означать и лицензию на образовательную деятельность или какую-либо иную лицензию, не связанную с оказанием услуг финансовых услуг.

Недостаточная информация о рисках, связанных с операциями

В большинстве случаев начало операций на рынке FOREX не предполагает подписания какого-либо документа — заключение CFD возможно путем присоединения к условиям на сайте FOREX-компании в сети Интернет. Сайт FOREX-компании часто содержит уведомление о рисках, однако общего подхода к их описанию нет, как нет и необходимой полноты описания таких рисков. В результате клиенты находятся в заблуждении относительно существа обязательства и его условий — отсутствует понимание, что сделка не является сделкой с валютой (права на нее по сделке не переходят), что сделка не предполагает совершения каких-либо операций с третьими лицами и единственным контрагентом является компания, с которой заключен договор; отсутствует понимание конфликта интересов, присущего CFD; того, что котировки, по которым определяются обязательства сторон, определяются самой FOREX-компанией; того, что использование «плечей» увеличивает риск потери средств, использованных в операции, и прочих рисков.

Манипулирование котировками («Сдвиг котировок»)

В соответствии с CFD котировки, от которых зависят обязательства его сторон (в том числе закрытие позиции) определяются FOREX-компанией — контрагентом по этому контракту. Договор не устанавливает никакой связи или зависимости этих котировок от котировок на спот-рынке или на рынке производных финансовых инструментов, и, таким образом, котировки могут быть произвольными. В связи с этим распространенным злоупотреблением является «сдвиг котировок» — изменение котировок, которые делают позицию клиента убыточной, заставляя его закрыть её самому, либо ведут к закрытию позиции компанией. Информационный вакуум — отсутствие у большинства клиентов доступа к информации торговых систем или котировкам других FOREX-компаний, приводит к тому, что они не могут оценить адекватность котировок рыночной конъюнктуре. Но даже в том случае, если клиент может заметить «сдвиг», в отсутствие привязки котировок в договоре к рыночной конъюнктуре или благодаря специальным условиям, исключающим ответственность за «нерыночные» котировки, споры о возмещении убытков, вызванных их манипулированием, исключены.

Использования большого «плеча»
Высокая доходность на розничном рынке FOREX связывается с использованием «плечей», которые предлагаются клиентам. Компании, оказывающие услуги на рынке FOREX, предлагают клиентам плечо в соотношении до 1:500, хотя большинство клиентов ограничивается меньшим числом плечей. В этом случае средства, предоставленные клиентом, становятся обеспечением «возвращения займа» и в случае неблагоприятного для клиента изменения котировок переходят к компании, являющейся его контрагентом по CFD. Эти средства и являются прибылью компании, причем основным источником такой прибыли.

Следует иметь в виду и то, что большие плечи скрывают манипулирование котировками (см. выше), которое благодаря этому может быть незначительным по сравнению с рыночной конъюнктурой и, кроме того, его трудно выявить.

Имитация технических сбоев
Контроль за операциями на рынке FOREX, в том числе возможность закрыть позицию, зависит от доступа к серверу компании-контрагента или надежности связи с ней. В случае выгодного для клиента изменения котировки на практике распространены случаи имитации технических сбоев и разрыва связи, препятствующие закрытию позиции и получения им дохода, до момента изменения котировок до выгодных для FOREX-компании или, по крайней мере, менее выгодных для клиента.

Сделки «задним числом»
Наиболее недобросовестные компании злоупотребляют имитацией совершения клиентом невыгодных для него сделок «задним числом», лишая его возможности получения выгоды от своей позиции или закрывая ее с убытком для него. Отсутствие достаточной технической квалификации со стороны большинства клиентов, недоступность для них и возможности расследования технических аспектов совершения таких операций, а значит, возможности доказывания факта их отсутствия, делает их положение неравным по сравнению с положением FOREX-компании.

Недостатки налогообложения
Операции на рынке FOREX рассматриваются налоговым законодательством как операции с финансовыми инструментами срочных сделок, не обращающимися на организованном рынке[20]. При этом сальдирование прибыли и убытков по указанным операциям предусмотрено только в отношении аналогичных внебиржевых производных финансовых инструментов. У налогоплательщика отсутствует возможность уменьшить доход, полученный от операций с базовым активом (ценные бумаги, товарные активы, драгметаллы) на величину убытка от внебиржевых сделок на разницу цен (в том числе в отношении цен указанных ценных бумаг, товарных активов, драгметаллов) или валютных курсов[21]. В связи с этим у налогоплательщиков возникают значительные трудности, связанные с исчислением и уплатой налогов по соответствующим операциям, и стремление избежать уплаты соответствующих налогов в России.

Предложения по регулированию розничного рынка FOREX

Выше говорилось о проблемах и рисках, создаваемых на рынке внебиржевого розничного рынка FOREX в отсутствие его регулирования. Мы считаем необходимым введение регулирования, которое может устранить или снизить вероятность нарушения интересов граждан на этом рынке, повысить тем самым их комфорт и доверие к финансовому рынку в целом. Эти операции смогут разнообразить спектр услуг, предоставляемых финансовыми организациями на российском рынке и повысить положительный эффект в сочетании с другими операциями, снизив их азартный характер.

Регулятивный режим должен быть таким, чтобы обеспечить интерес к предложению услуг на рынке FOREX компаниями, зарегистрированными на территории России, то есть не должен создавать необоснованных препятствий для ведения деятельности на рынке FOREX на российском рынке и должен быть конкурентоспособным по сравнению с регулятивным режимом, действующим в отношении поставщиков аналогичных услуг на конкурирующих финансовых рынках. Однако это соображение является общим для регулирования всех видов деятельности на финансовом рынке.

Вопрос о регулировании рынка FOREX тесно связан с вопросом регуляторного арбитража, связанного с тем, что деятельность на финансовом рынке подчиняется регулированию и контролю, в то время как оказание услуг на рынке FOREX не подчиняется ни регулированию ни контролю. Благодаря этому услуги на рынке FOREX свободны от регулятивных издержек, что повышает прибыль от таких операций. Помимо баланса между необходимым уровнем защиты интересов клиентов, необходим также баланс между регулятивной нагрузкой в отношении разных видов деятельности на финансовом рынке. Регулятивный дисбаланс не должен создавать предпосылок к неоправданному перетоку операций из одного финансового сектора в другой. Введение регулирования в отношении деятельности на рынке FOREX может сопровождаться снижением ряда требований, установленных в настоящее время в отношении иных видов деятельности на финансовом рынке.

Ниже следуют предложения по основным регулятивным решениям, необходимым на рынке FOREX.

1. Лицензирование деятельности на розничном рынке внебиржевых деривативов

Механизм лицензирования деятельности на рынке FOREX позволит создать общий для всех финансовых организаций регулятивный режим оказания услуг на финансовом рынке, в том числе правила допуска на этот рынок и контроля за осуществлением на нем деятельности в целях защиты интересов потребителей этих услуг.

Оказание розничных услуг на рынке FOREX путем заключения за свой счет сделок на разницу является наиболее близким к определению понятия дилерской деятельности. В соответствии с Законом «О рынке ценных бумаг» «дилерской деятельностью признается совершение сделок купли-продажи ценных бумаг от своего имени и за свой счет путем публичного объявления цен покупки и/или продажи определенных ценных бумаг с обязательством покупки и/или продажи этих ценных бумаг по объявленным лицом, осуществляющим такую деятельность, ценам». Отсутствие упоминания производных финансовых инструментов в числе операций, квалифицирующих дилерскую деятельность, является пробелом законодательства. В пользу этого говорит, во-первых, необходимость такого упоминания для целей лицензирования дилерских операций с биржевыми производными финансовыми инструментами, а во-вторых, то, что в отличие от определения понятия «дилерская деятельность» определение понятия «брокерская деятельность»[22] содержит упоминание производных финансовых инструментов.

Следует иметь в виду, что операции на разницу не ограничиваются валютным рынком, более того, развитие розничного внебиржевого рынка с иными базовыми активами, уже началось и будет развиваться. В этих целях предложенное регулирование должно быть основано на как можно более общих решениях, обеспечивающих решение вопросов деятельности с производными финансовыми инструментами независимо от базового актива.

С учетом этого внесение в определение понятия «дилерская деятельность» операций с производными финансовыми операциями является наиболее целесообразным способом введения лицензирования деятельности на рынке FOREX[23]. Этот подход подчинит операции компаний, оказывающих услуги на рынке FOREX, общим правилам осуществления этого вида деятельности, однако не исключит возможность установить особенности такого регулирования, что возможно как на уровне закона, так и на уровне подзаконных нормативных актов. Некоторые из сделанных ниже предложений отражают специфику деятельности на рынке FOREX, требующую своего отражения в регулировании.

2. Система регулирования и контроля

В отношении компаний, оказывающих услуги на рынке FOREX, должна действовать система регулирующих и контролирующих органов и организаций, сложившаяся на рынке ценных бумаг и производных финансовых инструментов, — государственный орган (ФСФР России) и саморегулируемая организация. В соответствии с подходом Закона «О рынке ценных бумаг» ФСФР устанавливает нормативные требования к деятельности на рынке ценных бумаг, а СРО дополняет их своими или более жесткими стандартами. Тем не менее концепция саморегулирования на рынке ценных бумаг носит незаконченный характер — в отсутствие обязательного членства в СРО, эти организации не могут осуществлять полноценное регулирование и надзор. Решение, которое должно быть принято в отношении регулятивной системы для компаний, оказывающих услуги на рынке FOREX, является общим для всех профессиональных участников рынка ценных бумаг — такие компании, как и прочие компании, осуществляющие профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг, должны быть членами одной из СРО.

Здесь и далее — предложения по установлению правил деятельности на рынке FOREX не разделяются на те, которые относится к компетенции ФСФР, и те, которые должны относиться к компетенции СРО. В ряде случаев такое разделение может быть сделано, а в ряде случаев — нет. В последнем случае они могут относиться к компетенции как ФСФР России так и СРО. Очевидно, что базовые требования должны относиться к компетенции ФСФР, а наиболее абстрактные правила, предполагающие оценку при правоприменении, — к компетенции СРО.

При этом подход Закона «О рынке ценных бумаг», предполагающий присвоение ФСФР статуса СРО, а также согласование ФСФР стандартов СРО, должен быть сохранен. Благодаря этому будет обеспечена возможность соответствия стандартов СРО базовым правилам ФСФР, а также контроль со стороны ФСФР, позволяющий исключить в нормотворчестве СРО конфликт интересов.

В связи с множественностью СРО на рынке ценных бумаг необходимо, с одной стороны, исключить необходимость для одних и тех же профессиональных участников рынка ценных бумаг быть членами двух СРО, объединяющих один и тот же вид деятельности, а с другой стороны, для того чтобы избежать регуляторного арбитража на уровне СРО, — согласование их стандартов между собой. Последнее может опираться на процедуру согласования ФСФР стандартов СРО.

3. Установление требований к размеру собственных средств, управление рисками

Для компаний, осуществляющих деятельность на рынке FOREX, должны быть введены требования к собственному капиталу. Распространение на них понятия «дилерская деятельность» подчиняет их общим требованиям к

капиталу, установленным для дилеров[24]. Между тем общепринятыми за рубежом являются более высокие требования к initial capital компаний, оказывающих услуги на рынке FOREX, по сравнению с базовыми требованиями к капиталу дилеров, что отражает более требовательное отношение государства к допуску на этот рынок. Представляется, однако, что действующее требование к собственным требованиям дилеров в размере 35 млн рублей является для FOREX-компаний удовлетворительным.

Правильным является и дополнение этих требований пруденциальными — резервирования, зависящего от объема рисков и специфики деятельности, в том числе на смежных сегментах финансового рынка.

4. Управление рисками

В отсутствие регулирования FOREX-компании легко избегают ситуации, угрожающей их устойчивости. Введение регулирования и надзора на рынке FOREX с одной стороны повышает юридическую определенность и прозрачность отношений с клиентами и должно привести к снижению возможности злоупотреблений, однако с другой стороны требует введения механизма управления рисками.

Крупные FOREX-компании с большим числом клиентов поддерживают портфель разносторонних позиций, которые дают возможность эффективного внутреннего клиринга. В случае отсутствия необходимого баланса компании должны совершать сделки с третьими лицами. Данный механизм должен подчиняться общим требованиям управления рисками.

В общем случае компании должны управлять стандартными для финансовых организаций рисками — кредитным, рыночным (в том числе процентным), операционным, риском ликвидности.

5. Регулирование конфликта интересов

Деятельность компаний, предлагающих услуги на розничном рынке FOREX, сопряжена с исключительно сильным конфликтом интересов. Этот конфликт интересов основан на том, что FOREX-компания, является контрагентом гражданина по производному финансовому инструменту, и при этом прибыль клиента, предполагает ее убытки. Иными словами, FOREX-компания не заинтересована в прибыли клиента и при этом имеет возможность влиять на это. В отсутствие профессионализма, характерного для контрагентов — юридических лиц, действующих на внебиржевом рынке, в отсутствие регулирования, в условиях информационного дисбаланса сторон риск нарушения интересов клиентов — физических лиц очень высок.

В известной степени большинство проблем, возникающих в связи с предоставлением услуг на рынке FOREX, связано с реализацией конфликта интересов в пользу FOREX-компаний.

Законодательство и нормативные акты ФСФР должны содержать требования к управлению конфликтом интересов в деятельности дилеров, предлагающих услуги на внебиржевом рынке FOREX. В компаниях должны быть установлены соответствующие политики по исключению конфликта интересов, утвержденные внутренними документами, а также назначены внутренние контролеры, имеющие квалификационные аттестаты специалистов финансового рынка, которые отвечают за контроль соблюдения внутренних политик по исключению конфликта интересов.

Клиент, заключающий соглашение с компанией, предоставляющей услуги на рынке FOREX, должен быть уведомлен о конфликте интересов.

6. Регулирование рекламы

Необходимо детальное регулирование рекламы услуг на рынке FOREX. При этом под рекламой рынка FOREX должна подразумеваться реклама, использующая достаточно широкий круг понятий и терминов: «FOREX», «контракты на разницу», «разница на курсах валют», «международный валютный рынок», «заработок на валютных курсах», «обучение игре на валютных курсах» и другие подобные термины и понятия на русском и иностранном языке.

Закон должен прямо исключать использование в рекламе:

- утверждений, которые преувеличивают вероятность получения заработка и/или выигрыша или преуменьшают степень риска потери капитала;
- приемов, создающих впечатление, что получение заработка и/или получения иного дохода доступно и гарантированно;
- информации о гарантиях надежности возможных инвестиций и стабильности размеров возможных доходов;
- образов людей и животных, а также любых предметов, вызывающих прямо или косвенно ассоциации с материальными ценностями, богатством и успехом;
- описания историй заработка и/или ссылки на конкретные случаи заработка от операций на рынке FOREX;
- утверждений о том, что торговля на FOREX имеет важное значение для достижения общественного признания, профессионального, спортивного или личного успеха либо способствует улучшению материального, физического или эмоционального состояния;
- предложений осуществления доверительного управления на FOREX;
- упоминание конкурсов и розыгрышей призов, поставленных в зависимость от полученного результата на FOREX.

Чрезвычайно важно исключить использование рекламы, в результате которой услуги, подлежащие в России лицензированию, будут оказываться зарубежными компаниями.

Должна быть запрещена рассылка электронных писем и текстовых сообщений, раздача полиграфических, компьютерных аудио- и видеоматериалов и иных рекламных материалов неограниченному кругу лиц, содержащих рекламу FOREX.

Важным является и ограничение вариантов размещения рекламы. Следует запретить размещение рекламы FOREX:

- в теле- и радиопрограммах, за исключением профессиональных, специализированных на финансах, при кино- и видеообслуживании;
- в информационно-телекоммуникационных сетях общего пользования, включая сеть Интернет, за исключением специализированных сайтов финансовой тематики и контекстной рекламы;
- в печатных изданиях, аудио- и видеопродукции любой тематики, за исключением профессиональных, специализированных на финансах;
- с использованием технических средств стабильного территориального размещения (рекламных конструкций), монтируемых и располагаемых на крышах, внешних стенах и иных конструктивных элементах зданий, строений, сооружений или вне их;
- на всех видах транспортных средств общего пользования и на объектах транспортной инфраструктуры (вокзалах, аэропортах, станциях метрополитена и других подобных объектах), а также внутри этих транспортных средств и объектов транспортной инфраструктуры;
- в детских, образовательных, медицинских, санаторно-курортных, оздоровительных, военных организациях, театрах, цирках, музеях, кинотеатрах, предприятиях общественного питания и торговли, домах и дворцах культуры, концертных и выставочных залах, библиотеках, лекториях, планетариях, физкультурно-оздоровительных, спортивных сооружениях, а также в жилых домах.

Реклама должна также содержать предупреждение о рисках.

7. Уведомления клиента о существе операций и рисках

При заключении договора клиент должен быть ознакомлен и подписать уведомление о существе операций на рынке FOREX и связанных с ними рисках. Уведомление о рисках и конфликте интересов должно быть также легкодоступно на сайте компании.

В качестве примера раскрытия рисков может быть использовано уведомление о рисках, введенное в США правилами CFTC. Указанное уведомление начинается со слов о том, что контрагентом клиента во внебиржевой сделке является сам посредник, а также о том, что в связи с предоставлением «плечей» и в силу иных рисков клиент может быстро потерять все внесенные средства, а размер убытков может превысить размер внесенных средств. Затем уведомление о рисках состоит из следующих пяти пунктов:

- Торговля не происходит на регулируемом рынке или бирже, дилер является второй стороной по сделке, в чем заключается прямой конфликт интересов. «КОГДА ВЫ ПРОДАЕТЕ — ДИЛЕР ВЫСТУПАЕТ КАК ПОКУПАТЕЛЬ. КОГДА ВЫ ПОКУПАЕТЕ — ДИЛЕР ЯВЛЯЕТСЯ ПРОДАВЦОМ. В результате, когда вы теряете деньги на операциях, ваш дилер на этих операциях получает прибыль в дополнение к каким-либо сборам, комиссиям или спредам, взимаемым этим дилером».
- Электронная торговая платформа для осуществления розничных сделок форекс не является биржей. Это электронный канал для доступа к вашему дилеру.
- Ваши средства, переданные дилеру, не имеют специальной защиты, установленной регулированием.
- Поскольку сделки осуществляются не на бирже или организованном рынке, вы имеете возможность открывать и ликвидировать любые торговые позиции только с дилером в качестве контрагента, а ваш дилер может устанавливать любые цены.
- Агенты форекс-дилеров могут иметь не раскрытые вам конфликты интересов.

Клиенты обязаны ознакомиться под роспись с указанным уведомлением о рисках при заключении договора.

8. Требования suitability

Требование о соответствии оказываемых услуг интересам клиента справедливо как для операций на фондовом рынке, так и на рынке FOREX. При заключении договора компания, оказывающая услуги на рынке FOREX, должна формировать «профиль клиента», содержащий информацию о клиенте, его финансовом положении, уровне образования и знаний о финансовом рынке, опыте инвестирования, а также инвестиционных целях. От профиля клиента должен зависеть уровень кредитного плеча, предоставляемого ему компанией.

9. Регулирование «кредитных плечей»

В настоящее время ряд FOREX-компаний, чьи услуги рекламируются в России, предлагают «кредитные плечи» вплоть до 1:500, что создает неприемлемые риски для их клиентов. Выше говорилось, что предельный размер кредитного плеча должен устанавливаться индивидуально для каждого клиента с учетом его профиля. Между тем общий предельный размер «плечей» должен быть ограничен. Определение конкретных требований к максимальному количеству «плечей» представляет сложность и требует специального исследования, однако ниже приводятся факторы, которые при этом должны быть учтены.

В настоящее время размер предельного «кредитного плеча» на фондовом рынке для граждан составляет 1:1, а тех из них, кто относится к клиентам с повышенным уровнем риска — 1:3[25]. Такое соотношение в целом соответствует подходу, принятому на развитых зарубежных финансовых рынках. Ограничение количества «плечей» направлено на то, чтобы с одной стороны, снизить риски для клиентов, и в первую очередь риски неквалифицированных клиентов, а с другой стороны — риски самой ком-

пании, оказывающей услуги на рынке FOREX, а в конечном итоге — системные риски на финансовом рынке.

Для биржевого валютного рынка на примере специализированной площадки RTS Money, на которой проводятся конверсионные операции USD/RUB с расчетами T+1, уровень гарантийного обеспечения составляет 5%, что соответствует размеру кредитного плеча 1:20. При этом сделки осуществляются с центральным контрагентом, в качестве которого выступает клиринговый центр — небанковская кредитная организация ЗАО «РП РТС», собственный капитал которой на последнюю отчетную дату (второй квартал 2012 года) превышает 1 млрд рублей. Кроме средств гарантийного обеспечения, в клиринговом центре сформированы и поддерживаются страховой и резервный фонды, которые в совокупности обеспечивают при необходимости исполнение сделок. На конец августа 2012 года накопленное гарантийное обеспечение, страховой и резервный фонды составляют 2,7 млрд рублей. При таком уровне гарантий исполнения биржевых сделок большой размер кредитного плеча представляется допустимым.

Определение предельного количества плечей на рынке FOREX должно учитывать специфику валютного рынка и рисков, связанных с операциями на нем, по сравнению с фондовым рынком. Так, волатильность курса основных мировых валют в целом ниже, чем волатильность рынка ценных бумаг. Например, волатильность курса доллара США относительно рубля в течение последних лет примерно в десять раз ниже волатильности фондового рынка Московской биржи. Вместе с тем разные валюты имеют разное поведение: например, волатильность курса индийской рупии относительно рубля за последние три года примерно в три раза выше, чем волатильность курса доллара относительно курса рубля за тот же период. Расчеты волатильности курсов валют относительно друг друга за период в несколько лет позволят установить риски, присущие конкретной валютной паре, соотнести их с волатильностью фондового рынка и определить предельный размер «кредитного плеча» для договоров, имеющих в своей основе колебание курсов этих валют.

Если регулятором устанавливается методология расчета предельных величин «плеча», то вторым обстоятельством, принимаемым во внимание при определении размера «плеча» для конкретного клиента, является его профиль риска, который должен определить подходящий для него по уровню риска размер «плеча» с учетом максимальных величин.

Таким образом, общее ограничение количества «плечей» может быть выше, чем ограничение «плечей» на фондовом рынке, однако должно быть разграничено по видам валют и по видам инвесторов.

10. Правила формирования котировок, принимаемых к расчету обязательств по договорам

Правила формирования котировок являются ключевым элементом регулятивного режима деятельности FOREX-компаний. В отсутствие таких правил обязательства между поставщиком таких услуг и его клиентами носят юридически неопределенный характер и предполагают высокий риск манипулирования ими. Наиболее высокой определенностью и связью с реальной рыночной конъюнктурой обладает привязка к котировкам, устанавливаемым центральными банками, формирующимся на организованных торгах или в информационных системах, используемых банками для совершения внебиржевых операций (в том числе Reuters, Bloomberg) и т.д. Такую привязку следует не только допускать, но и приветствовать. Договор должен предусматривать порядок определения котировки, возможно максимальные отклонения от базовых рыночных котировок, исключающие или ограничивающие их изменение без учета рыночной конъюнктуры.

Возможность формирования собственных котировок на рынке FOREX также должна быть сохранена, если будет предусмотрена возможность сопоставления этих котировок с котировками разных компаний, оказывающих аналогичные услуги.

11. Создание системы контроля за котировками

Решением проблемы, связанной с непрозрачностью механизма формирования котировок является создание системы контроля за котировками — все операции клиентов могли бы фиксироваться на общем сервере, при этом все котировки, по которым они совершаются должны быть общедоступны. Такая система повышает прозрачность формирования котировок, позволяет освободиться от привязки к иным рыночным индикаторам, создает возможность выявления злоупотребления путем «сдвига» котировок и сделок «задним числом», имитацию технических сбоев и в результате сама по себе повышает уровень дисциплинированности участников рынка. В качестве дополнения может быть рассмотрена возможность ограничения отклонения цен по валютам (кросс-курсам) от рыночных на основе принятых методик (например, с учетом расчета VAR).

12. Введение судебной защиты

Как говорилось ранее, в настоящее время ГК не предусматривает судебную защиту требований из договоров, являющихся внебиржевыми производными финансовыми инструментами, с участием физических лиц. Необходимо ввести судебную защиту для производных финансовых инструментов с участием физических лиц — из ГК должно быть исключено условие, лишающее их судебной защиты на внебиржевом рынке.

Введение регулирования деятельности по оказанию соответствующих услуг

и надзора в отношении этой деятельности является достаточной предпосылкой для того, чтобы отказаться от мер, дестимулирующих такие операции.

Между тем действующие правила ГК не только лишают требования розничных клиентов судебной защиты, но при этом гарантируют, что потери клиента, даже в случае превышения размера депозита, будут ограниченны. Для того чтобы исключить возможность взыскания с клиентов средств, превышающих депозит, в ГК или в закон «О рынке ценных бумаг» одновременно с предложенными изменениями в ГК должны быть внесены соответствующие изменения.

13. Совершенствование налогообложения операций

Представляется целесообразным внесение изменений в Налоговый кодекс, предусматривающих возможность сальдирования прибыли и убытков по операциям с валютными парами и однородными инструментами, независимо от того, совершены ли они на биржевых торгах или на внебиржевом рынке с участием компаний, оказывающих услуги на рынке FOREX. Помимо этого необходимо также рассмотреть вопрос о возложении на компании, оказывающие услуги на рынке FOREX, обязанностей налогового агента в отношении доходов физических лиц, полученных ими от соответствующих операций. ◻

Примечания

1. Фьючерсы на курсы евро – доллар США, евро — российский рубль, доллар США — российский рубль, австралийский доллар — доллар США, фунт стерлингов — доллар США.
2. Маржируемые опционы на фьючерсные контракты на курсы евро — доллар США и евро — российский рубль.
3. Регламент проведения конверсионных арбитражных операций в иностранных валютах на условиях "Margin Trading" для физических лиц ВТБ 24 (ЗАО).
4. По данным НАУФОР, на конец первого полугодия 2012 года количество клиентов – физических лиц, совершающих операции на фондовом рынке через брокеров, составляло около 808 тыс. чел.
5. Двусмысленность ГК отражается и на Федеральном законе "О государственном регулировании деятельности по организации и проведению азартных игр и о внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации". Этот закон включает в статью 1 следующую оговорку: "Действие настоящего Федерального закона не распространяется на деятельность по организации и проведению лотерей, а также на деятельность бирж" (п. 2). Очевидно, что такой прием использован для того, чтобы исключить риск регулирования этим законом деятельности по организации совершения сделок, которые трудно отграничить от азартных игр и пари.
6. Пункт 1 статьи 4.
7. Пункт 2 статьи 4.
8. Выигрыш — денежные средства или иное имущество, в том числе имущественные права, подлежащие выплате или передаче участнику азартной игры при наступлении результата азартной игры, предусмотренного правилами, установленными организатором азартной игры (п. 4 статьи 4).
9. Федеральный закон от 26.01.2007 № 5-ФЗ "О внесении изменений в статью 1062 части второй Гражданского кодекса Российской Федерации".
10. Федеральный закон от 13.11.2009 № 281-ФЗ "О внесении изменений в части первую и вторую Налогового кодекса Российской Федерации и отдельные законодательные акты Российской Федерации".
11. По данным Банка, международных расчетов, в 2010 году дневной мировой оборот операций с производными составлял около 2,5 триллионов долларов США.
12. CFTC 17 C.F.R. § 5.5.
13. К основным мировым валютам отнесены USD, EUR, GBP, CHF, CAD, JPY, AUD, NZD, SEK, NOK, DKK.
14. 17 CFR 240.15b12-1T.
15. Для сравнения: размер ежегодного дохода крупнейших брокерских компаний в США не превышает 1% от среднегодовой величины активов их клиентов.
16. Markets in Financial Instruments Directive, Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004.
17. Capital Adequacy Directive, Directive 2006/49/EC of the European Parliament and of the Council of 14 June 2006 on the capital adequacy of investment firms and credit institutions.
18. Например, компания ALPARI NZ LIMITED расположена на территории Новой Зеландии, FOREX CLUB INTERNATIONAL LIMITED — на территории Британских Виргинских островов, компания TELETRADE D.J. — в Гонконге.
19. Физические лица могут настаивать на применении статьи 17 Закона РФ от 07.02.1992 № 2300-1 "О защите прав потребителей" и части 7 статьи 29 Гражданского процессуального кодекса РФ, на основании которых они могут защищать свои права в суде общей юрисдикции по месту своего проживания либо по месту заключения или месту исполнения договора (указанная возможность не может быть исключена условиями договоров, заключаемых с FOREX-компаниями).
20. В соответствии со статьей 214.1 Налогового кодекса РФ.
21. При определении налоговой базы по доходам по операциям с ценными бумагами и по операциям с финансовыми инструментами срочных сделок учитываются доходы, полученные по следующим операциям:
    1) с ценными бумагами, обращающимися на организованном рынке ценных бумаг;
    2) с ценными бумагами, не обращающимися на организованном рынке ценных бумаг;
    3) с финансовыми инструментами срочных сделок, обращающимися на организованном рынке;
    4) с финансовыми инструментами срочных сделок, не обращающимися на организованном рынке.
    Финансовый результат определяется по каждой операции и по каждой совокупности указанных выше операций. Отрицательный финансовый результат, полученный в налоговом периоде по отдельным операциям с ценными бумагами, финансовыми инструментами срочных сделок, уменьшает финансовый результат, полученный в налоговом периоде по совокупности соответствующих операций. Уменьшение финансового результата по иным группам операций на величину полученного убытка допускается только в случаях, прямо предусмотренных Налоговым кодексом РФ.

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

Семинары по подготовке к экзаменам ФСФР России

Название	Город	Дата	Время проведения
Базовый курс «Основы рынка ценных бумаг»	Москва	16-31.10.2012	пн-чт 18:00-21:00 пт 17:00-20:00
Курс 1.0 «Брокерская, дилерская деятельность и деятельность по управлению ценными бумагами»	Москва	01-10.10.2012	пн-чт 18:00-21:00 пт 17:00-20:00
Курс 4.0 «Депозитарная деятельность»	Москва	08-10.03.2012	пн-ср 18:00-21:00
Курс 5.0 «Управление инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами»	Москва	01-10.11.2012	пн-чт 18:00-21:00 пт 17:00-20:00

Семинары для профучастников

Название	Город	Дата	Время проведения
Противодействие легализации доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма	Москва	24.10.2012	10:00-17:00
	Санкт-Петербург	05.10.2012	10:00-17:00

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

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

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

Экспертиза включает в себя:

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