

Разграничение отношений

«Вестник НАУФОР» продолжает публикацию материалов ежегодной конференции «Российский фондовый рынок. 2018». В рамках сессии «Рынок деривативов» обсуждалось текущее состояние рынка и насущные проблемы его регулирования.

Участники: Екатерина Абашеева (департамент стратегического развития Банка России); Александр Аничкин (партнер компании «Clifford Chance»); Сергей Аношин (управляющий директор–начальник отдела торговых операций с валютными и процентными деривативами Sberbank CIB); Кирилл Пестов (управляющий директор департамента развития бизнеса ПАО «Московская Биржа»); Михаил Соловьев (председатель правления ООО «Морган Стэнли Банк»); Мария Шапиро (руководитель группы правового сопровождения операций на рынке ценных бумаг и ПФИ ПАО «Банк ВТБ»).

Модератор — Алексей Артамонов, первый вице-президент НАУФОР.

Алексей Артамонов. Добрый вечер, уважаемые коллеги! Мы сегодня будем говорить про то, что происходит на российском рынке внебиржевых деривативов. И о состоянии рынка, и о том, что происходит со спросом, и о том, что происходит с инструментами, как структурируется финансирование через деривативы в последнее время. Также мы хотим поговорить про то, что происходит с централизованным клирингом и другими регулятивными инициативами.

Здесь присутствует очень много блестящих юристов, поэтому мы обязательно будем говорить и про регулятивную часть, и про судебные споры, и про то, как саморегулируемые организации и участники рынка пытаются от неблагоприятной судебной практики защищаться.

Может быть, Михаил мог бы задать первоначальный вектор нашей дискуссии. Что сейчас на рынке происходит? На чем надо концентрироваться?

Михаил Соловьев. Добрый день всем. Спасибо, что пришли. Мы, как порядочные люди, за месяц до этой конференции сделали доклады, подготовили мнения по тонким нюансам юридического сопровождения, практик и так далее. Но за последнюю неделю это все как-то отошло на второй план, и говорить об этом мне сегодня, честно, не очень хочется. Можно говорить, но кажется не столь актуальным, как раньше.

Компания «РусАл» попала, как вы знаете, под санкции. Рубль отреагировал, акции упали. Но ключевое для меня значение санкций против «РусАла» было в том, что никто из людей, которых я знаю (а я знаю многих), не мог мне объяс-



нить, почему именно «РусАл». Причем я имею в виду, что объяснений не было по обе стороны фронта. А из этого следует очень важный вывод о том, что практически любая российская топовая компания потенциально подпадает под санкции. И дальше в том, что касается деривативов, образуются очень большие и очень масштабные последствия, которые, по-моему, рынок еще не переварил и даже о них не задумался.

Деривативы существуют в разных ипостасях. Существуют межбанковские инструменты хеджирования рисков, существуют инструменты формата «банк-корпорат» и существуют всевозможные ритейловые конструкции.

Ритейловые инструменты, наверное, особо не изменятся. А вот инструменты «банк-корпорат» и инструменты межбанковского рынка могут измениться кардинально. Термин — дериватив — несколько обманчив. Как правило, деривативы в России все-таки не кредитные, а валютные, с элементами процентного риска. Значит, большая часть из них построена на паре валют — это свопы, обмена долларами против рублей. Возможность санкций означает, что самые кредитоспособные контрагенты вдруг могут быть подвергнуты санкциям. Причем управлять этим риском вообще невозможно, с моей точки зрения, потому что не знаешь, кого и за что подвергнут. И

если компания подпадает под санкции, то поставка долларов становится почти невозможной.

Существуют исключения. Если контракт заключен в формате рамочного соглашения, то можно обратиться в американский Минфин и попросить лицензию, которая разрешает сделать селтльмент данного, например, cross-currency свопа. Можно. Но нет никакой уверенности, дадут ли это разрешение или нет. Если бы это был контракт на покупку алюминия, каких-то иных физических активов, завершить сделку было бы просто. Но на санкции по банковским деривативам нет прецедента. У иранских банков прецедентов не было, у других банков не было. Когда, на каких



условиях может быть произведен расчет? Непонятно. Самый главный вопрос — когда?

То есть, инвестбанк получает риск и дальше на нем сидит. И если, например (ну, не дай Бог, конечно), какой-нибудь хороший банк, наше почти всё, — не знаю, Газпромбанк или ВТБ — (смех в зале) подвергнут санкциям. Вы представляете, что будет с рублем? На этом фоне движение курса, которое мы видели на «РусАле», вот эти 4,5 рубля — это будет вообще ни о чем. Будет движение 10–15 рублей. И вот вы сидите в ситуации непонимания, есть у вас контракт или нет. А рубль двигается на 10–15–20%. Во!

Дальше. Западные банки очень нервно отреагируют на то, что называется ронгвэй-свопы — это когда западный банк покупает у локального банка доллары на форварде. Всегда было нервное отношение к этому, потому что существует корреляция между курсом и кредитным качеством локального заемщика. То есть, идея какая? Ты купил доллары. Если в России начинает происходить что-то плохое (и доллар начинает подниматься, а рубль падать), то ты вроде бы в кэше, но одновременно с этим кредитное качество заемщика, контрагента твоего — ухудшается. И ты все больше и больше выходишь в кэш, но вероятность, что тебе вернут заем, становится все меньше и меньше. Добавьте к этому санкции, из-за которых, в лучшем случае, поставка тебе долларов будет заморожена на... а мы не знаем, на сколько. Может быть, на 100 дней. Куда уйдет за это время курс? Соответственно, западные банки, скорее всего, очень сильно порежут ОТС-лимиты.

Дальше. С точки зрения сделок «банк-корпоративный заемщик», у обеих сторон колоссальные риски друг на друга. Представим себе, что вы корпоративный заемщик. Нормальная компания, которая взяла кредит и захотела его

захеджировать. Все просто. Она не берет особого риска, просто хеджируется. Но и на корпорацию, и на банк могут быть наложены санкции. И вам по деривативу могут просто не поставить доллары, которые вы хотите, например, направить на погашение кредита.

Плохо это? Конечно, нехорошо. Есть ли из этого выход? Однозначно: это биржа. Биржа, биржа и биржа.

Сергей Анатольевич [Швецов] говорил про единое рыночное пространство. Это новый термин, но принципиально нового он ничего не вводит. Имеется в виду, что биржа начиналась как услуга нахождения цены и нахождения контрагента. А теперь более важными становятся иные услуги биржи — клиринговые, расчетные, услуги риск-менеджмента. Я думаю, что в ситуации, когда все топовые компании находятся под риском санкций, а у более низших есть проблема с кредитным качеством, единственным выходом является биржа. С внебиржевого рынка многие уйдут, я думаю, если почти не все. При этом работать станет чуть сложнее. Я не знаю, будут ли заходить корпорации на биржу. Это был бы идеальный вариант, но не все могут это себе позволить с точки зрения управления ликвидностью. Это уже надо договариваться с банками и так далее. Но, в принципе, можно хеджировать риски не просто сделанными под заказ на конкретную дату свопами, но и трехмесячным фьючерсами или биржевыми контрактами. Можно. В нужную дату ты просто продаешь этот контракт и все.

И последнее. Я также думаю, что и бирже нужно будет, в свою очередь, задуматься и ввести в правила торгов контрсанкционные изменения.

Подводя итоги. Во-первых, все участники рынка пойдут, я думаю, на биржу. Во-вторых, большая часть контрактов будет не поставочными, а беспоставочными. Причем расчет по ним будет вестись в рублях, а не в долларах. Кроме

того, нужно будет сделать мероприятия, защищающие биржу. Вот тут начинаются вопросы, которые никто еще, по-моему, до конца не продумывал: делать ли две биржи — или же какую-то отдельную платформу, чисто внутреннюю, у которой нет долларового обеспечения вообще. Такой бункер, внутренний бункер.

Мое ощущение, конечно, таково, что американская администрация переборщила с санкциями. Они сами удивились тому эффекту, который последовал. Тут хочется вспомнить высказывание либо Задорнова, либо уважаемого г-на Лаврова. Ну как можно отрезать 10% поставки в Штаты? Причем поставки алюминия. Не какой-нибудь пластмассы, которую можно наварить за полчаса, а металла, для обработки которого нужны тонны электроэнергии, нужны специальные печи (которые, запустив, нельзя остановить). Они однозначно пытаются отыграть чуть-чуть назад.

Но общая канва остается той же: непрофессиональные люди, которые не отдают себе отчета в последствиях, решения крайне политизированные, принимаются недостаточно продуманно. Сейчас будет, наверное, какой-то откат. Но неизбежно появятся поводы для новых санкций — через три ли месяца, через полгода ли. И нам нужно будет подумать, как жить дальше.

Алексей Артамонов. Если этот сценарий сбывается, то в любом случае остается внутренний бункер. Останется биржа, относительно которой тоже неизвестно, готова ли она. Сейчас мы спросим про это вначале Кирилла, а потом Сергея Аношина. Забудем про кросс-граничный аспект. Давайте подумаем про наш внутренний маринад. И начнем с того, готова ли инфраструктура к тому, чтобы получить и переварить весь объем, который сейчас находится на ОТС. Я прошу Кирилла начать с рассказа про единый пул обеспечения.

Кирилл Пестов. Сейчас затрону кратко эту историю. Мы начали немножко

апокалиптично, но сейчас нельзя исключать никакие сценарии. Вообще, если говорить про то, какую роль играет группа «Московская биржа» в российской финансовой системе, то мы давно задумываемся [о рисках нынешней ситуации]. Первый очень серьезный звоночек для нас прозвучал уже в 2014 году, когда санкции только начинались. На тот момент ясности, куда это может докатиться, было еще меньше. Но уже в 2014 году мы рассматривали варианты, когда расчеты в долларах и евро для российских участников рынка могут быть заморожены. Что тут сказать? Вариант с расчетами в рублях, безусловно, возможен, тут нет никакой новизны. Если, допустим, вы посмотрите на срочный рынок и валютные контракты, то это расчетные фьючерсы с вариационной маржой в рублях. Там вообще риска непоставки иностранного базового актива (валюты) не возникает.

Что касается расчета в долларах. Понятно, что, если мы их сейчас пускаем по стандартной схеме через тот же J. P. Morgan — это одна история. Но, тем не менее, у многих участников обеспечение хранится на счетах в НРД, в том числе на валютных. Как сценарий какого-то мини-бункера теоретически возможно было бы даже хождение тех долларов и евро, которые заведены в Россию и хранятся на счетах в НРД, по счетам внутри НРД, то есть такой маленький клиринговый хаус. Но, опять-таки, понятно, что весь объем экономики этот клиринговый мини-дом не сможет обслужить. Объем иностранной валюты там ограничен в основном участниками торгов, которые держат на счетах НРД обеспечение в связи с проведением необходимых расчетов.

Но в принципе такая модель возможна. Инфраструктура под нее есть.

Я бы теперь хотел поговорить немножко ближе к тематике нашей сегодняшней дискуссии. А именно, как





развивается рынок, в первую очередь, внебиржевых деривативов и той инфраструктуры, которую биржа подготовила для перевода части этих деривативов на обязательный клиринг.

Хотел бы начать с небольшой статистики. Михаил совершенно правильно заметил, что в России основной объем деривативов — это валютные инструменты. В первую очередь, валютные свопы. Это касается как биржевого, так и внебиржевого рынка. Вторая часть объема рынка ПФИ, которую мы последние годы пытаемся активно развивать, в том числе с активным участием регулятора, крупнейших банков — это процентные инструменты.

Как видите, в целом динамика в 2017 году была неплохая, по отдельным группам произошел достаточно существенный рост. И в первую очередь достаточно сильно выросли внебиржевые объемы форвардов и свопов. Понятно, что сейчас ситуация немножко поменялась. Продолжится ли этот тренд в текущем году по сравнению с предыдущим, сейчас говорить трудно. Но будем надеяться, что ситуация нормализуется и текущая динамика сохранится. Все-таки хотелось бы, чтобы помимо биржи, был еще внебиржевой сегмент. Который обладает большей гибкостью и дает определенные преимущества и участникам, и их клиентам. Поэтому мы никоим образом не пытаемся все замкнуть на себя, хотя понимаем, что санкции в какой-то степени играют на руку бирже.

Сейчас я чуть подробнее остановлюсь именно на процентных инструментах, которые Московская биржа собирается переводить на обязательный клиринг. Их доля в общем объеме невелика. Чуть больше 1%, — в общем-то, мизер по сравнению с объемом валютных инструментов.

Теперь немножко скажу про биржевую инфраструктуру по приему на обязательный клиринг внебиржевых деривативных сделок, которую мы

подготовили за несколько последних лет. В настоящий момент мы можем принимать на обязательный клиринг свопы на ставку RUONIA OIS и на ставки МосПрайм APC стандартные, валютно-процентные свопы, валютные свопы, форварды, валютные опционы. Этот набор инструментов охватывает большую часть деривативных сделок, заключаемых нашими участниками. Гипотетически, при худшем раскладе, все это можно завести на Московскую биржу.

Динамика торгов именно на сегменте сделок с ПФИ достаточно неплохая, но тут, конечно, присутствует эффект низкой базы.

С точки зрения развития платформы сделок с ПФИ, за последнее время мы поработали над производительностью торгово-клиринговой системы «Навигатор». Мы реализовали по просьбам участников функционал риск-калькулятора для того, чтобы они могли анализировать портфели своих заявок и прогнозировать необходимое гарантийное обеспечение. Было автоматизировано подключение к платформе, что также облегчит работу с этим сегментом. Если говорить о новых типах сделок, то не так давно Московская биржа увеличила срок сделок по ИИСам до 2-х лет, тоже по просьбам участников.

В перспективе наибольший, как мне кажется, эффект даст (с точки зрения стоимости фондирования) подключение к сервису «Единый пул обеспечения», который позволит полностью финансировать операции по деривативам ценными бумагами, вообще без привлечения денежных средств.

Ну, и отдельно буквально пару слов. В последнее время Московская биржа ведет (с профильными подразделениями Банка России, с участниками рынка) большую дискуссию, как же развивать рынок процентных деривативов. Которые не очень хорошо выглядят на фоне валютных. У нас достаточно

давно зреет идея запустить какой-то биржевой индикатор рыночной процентной ставки, который бы отражал объективную картину на денежном рынке. По нашему мнению, таким индикатором могло бы стать создание кривой денежного рынка на основе ставки РЕПО с КСУ. Это достаточно динамичный сегмент, который очень активно развивается. Сейчас среднесуточный оборот превышает 150 млрд рублей в день. Собственно говоря, этот индикатор рассчитывается по твердым сделкам. Там присутствует большое количество участников, включая корпоративных клиентов, которые мы допустили также в стакан РЕПО с КСУ через депозиты.

На наш взгляд, это может стать новым бенчмарком, который мог бы использоваться корпоративными клиентами в привязке к договорам кредитования, — и, соответственно, в качестве хеджа банками и клиентами банков. Но это дискуссионная тема.

Алексей Артамонов. Спасибо большое. Я вот с предыдущего слайда вынес понимание, что в случае реализации сервиса единого пула обеспечения, в ситуации отключения от валютной ликвидности всегда можно будет рассчитаться по валютной позиции в акциях Сбербанка. Это отлично.

Кирилл Пестов. Мы анализируем позиции крупнейших участников рынка. У большинства ценных бумаг в портфеле достаточно для того, чтобы финансировать полный объем операций, совершаемых ими на всех рынках Московской биржи. Что касается внебиржевых объемов, то тут надо смотреть более детально. Тем не менее, сейчас, на мой взгляд, обеспечения достаточно для того, чтобы отказаться от фондирования в валюте.

Алексей Артамонов. Интересно было бы узнать мнение Сергея Аношина. Сбербанк — один из крупнейших участников рынка внебиржевых деривативов.

Сергей Аношин. Действительно, мы на этом рынке давно. Наблюдаем его развитие с момента становления, когда были приняты нормы Гражданского кодекса, которые снова вернули судебную защиту деривативам. Рынок развивался до 2014 года очень быстро. Потом случился финансовый кризис 2014 года. Объемы на этом рынке существенно упали, некоторые иностранные контрагенты покинули рынок, сократили лимиты. Российские банки, наоборот, с этого рынка никогда не ушли и готовы его развивать в любых обстоятельствах.

Этот рынок можно, на наш взгляд, разделить на три части. Первая часть рынка — это сделки финансовых институтов, которые они заключают для управления своей ликвидностью. Валютные свопы, процентные деривативы — это в основном банковские сделки. Второй кластер — это сделки с корпоративными клиентами. Их бизнес-модель не предполагает привлечения овернайт-ликвидности каждый день, они прогнозируют своих денежные потоки на средние и длинные горизонты.

Для сделок первой категории характерен рынок биржевой. Часть этого сегмента в мире торгуется на бирже через центрального контрагента. Корпоративный бизнес все-таки в основном работает в формате OTC. Многим корпорациям достаточно тяжело привлекать ликвидность и управлять ею овернайт, для них волатильность рынка может создавать стресс и приводить к маржин-коллам. Деривативы без маржирования для таких контрагентов являются хеджированием, а биржевые сделки, наоборот, создают риск.

Третий сегмент — это сделки гибридные, встроенные в депозиты, в структурные продукты. Это особенный класс сделок, который в нашем законодательстве описан не до конца.

Сбербанк, безусловно, видит тенденцию к стандартизации сделок. С фи-





нансовыми институтами это во многом происходит на биржевой площадке.

А если говорить про корпоративные сделки, то развивается наша собственная платформа — «Сбербанк Маркетс». В общем, рынок живет и развивается. И очень интересно порассуждать, чего ему не хватает.

Алексей Артамонов. Сергей, вот интересно было бы понять относительно объемов рынка. Последние года два рынок был довольно турбулентным и волатильным, плюс к тому еще возник багаж достаточно неприятной судебной практики. Вы как увидели на объемах своих операций, на потребностях ваших клиентов — как перечисленные факторы на них повлияли?

Сергей Аношин. Собственно говоря, как влияет волатильность на рынок деривативов. В первую очередь, если в системе существует излишний леверидж, то тогда такие сделки, как правило, с рынка уходят. Если это естественные сделки по хеджированию валютной позиции или процентной позиции, то таким игрокам рынка волатильность не мешает. То есть, если все сделано правильно, если корпоративный клиент захеджировал свой валютный риск, у него есть валюта от экспортного контракта или платеж по импортному контракту, и он захеджирован деривативом — таким сделкам никакая волатильность не страшна. Например, если посмотреть на глобальный кризис 2008 года, то одно из последствий заключалось в том, что рынок CDO сжался практически в ноль. А рынки, в которых этого излишнего левериджа нет, которые помогают участникам именно хеджироваться от различных рисков, — с этими рынками все хорошо. По моему мнению, волатильность сейчас нашему рынку не страшна.

Алексей Артамонов. Сергей тактично обошел вопрос, идет ли рост или снижение размера книжки. Я тогда Михаила спрощу.

Сергей Аношин. Нет, могу ответить, ничего здесь секретного нет. До 2014 года объемы были очень большими, потом они резко упали с 2014 года и по чуть-чуть восстанавливаются. В прошлом году они были очень низкими, потому что рыночная волатильность была очень низкой. Прошлый год был характерен очень низкой волатильностью. Отсутствие волатильности — очень плохо для объемов рынка. Сейчас для рынка интересный момент: ставка Центрального банка уже близка к нейтральному коридору и волатильность возвращается. Поэтому объемы, на мой взгляд, в этом году будут выше, чем в прошлом.

Алексей Артамонов. Михаил, у вас такая же ситуация? У вас все-таки модель бизнеса со Сбербанком достаточно сильно различается?

Михаил Соловьев. Очень сильно. Я согласен с оценкой того, что 2017 год был достаточно радужным, и особой волатильности не было. Но мне кажется также, что корпораты в какой-то степени отходят от практики оголтелого хеджирования. Также не секрет, что во многих случаях некоторые банки очень настойчиво советовали своим клиентам взять рублевый кредит и отдельно сделать дериватив. Или были кредиты, которые банки потом очень настойчиво советовали отсвоповать. В общем и целом, все это, пожалуй, закончилось. Думаю, сейчас у корпоративных клиентов есть четкое понимание, что чем проще, тем лучше. И мне кажется, это очень правильная позиция в кризис.

Алексей Артамонов. Вчера, открывая нашу конференцию, председатель Банка России Эльвира Набиуллина достаточно много говорила про миссинг на рынке, и не только в контексте розничных инвесторов, но и в контексте, так скажем, нашего небольшого клуба по интересам. Вот, мне бы хотелось задать вопрос Екатерине Абашеевой. Не могла бы ты, Екатерина,

чуть-чуть развить эту мысль в контексте взаимодействия банка и корпоративного клиента на рынке внебиржевых деривативов. Может быть, коротко о каких-то инициативах, которыми занимается Банк России? И, может быть, ты мне перекинешь мостик, например, к стандартам раскрытия рисков? Спасибо.

Екатерина Абашеева. Спасибо, Алексей, за вопрос. К стандартам совершенно точно перекину мостик. Понятно, что на вопрос, как Банк России относится к мисселингу, ответ очевидный. Вопрос в том, что планируется предпринимать для того, чтобы минимизировать риски в этой части. В разговоре о мисселинге первое, что вспоминается юристу, это последние судебные споры, и вопросы, на которые пытались отвечать судьи, когда их рассматривали. Собственно, было два ключевых вопроса: во-первых, добросовестно ли вел себя участник, когда продавал соответствующий инструмент, и, во-вторых, сюжет с консультированием, это обсудим немного позже.

По поводу добросовестности — вопрос двоякий. С одной стороны, хорошо бы иметь четкие правила игры, согласно которым участник мог, придя в суд, доказать, что вел себя добросовестно. Что есть конкретный стандарт, есть формулировка закона о раскрытии конкретной информации, есть стандарт СПО, по которому раскрывается эта информация. С другой стороны, хорошо бы четко понимать последствия для клиента. Если случилось, что участник все-таки вел себя недобросовестно, то какие это влечет последствия. С каким иском может пойти клиент? Всегда ли адекватен тот способ защиты, который мы наблюдали в части попыток признания сделки недействительной?

Вот, если идти step by step, то в части рисков, мы все-таки исходим из того, что стандарт — это очень хорошо, это очень правильное движение. По край-

ней мере, будет на что опереться, когда участник говорит суду: «Я все делал в соответствии с таким-то установлением. Я рассказал о продукте и о рисках, которые этот продукт влечет для меня». Наверное, все-таки, бы было хорошо иметь в законе указание, что такое-то раскрытие информации является необходимым и достаточным. И далее мы переходим к стандарту.

А вот что касается клиента, тут опять же, вопрос, что бы здесь хорошо было использовать для защиты? Нам кажется довольно адекватной норма Гражданского кодекса, которая называется «заверение в обстоятельствах». Эта норма, конечно, писалась совсем не под финансовый рынок, но, тем не менее, можно провести некую параллель. Там есть развилка. Если информация о каком-то продукте предоставлена ненадлежащим образом, то клиент имеет право идти с иском об убытках. А вот с иском о признании сделки недействительной он имеет право идти, если доказана 179-я — введение клиента в заблуждение. То есть, когда налицо тот самый мисселинг.

Нам кажется, такой инструментарий мог быть очень полезен. Если смотреть на эту развилку, то мы понимаем, что, наверное, если бы клиент шел по убыткам, то все могло быть немножечко иначе. И совсем сильно сужается возможность идти не по убыткам, а по оспариванию сделки. Но стандарты, на наш взгляд, конечно, являются правильным шагом вперед. Но это первый шаг, стоит развивать его дальше.

Алексей Артамонов. Екатерина заговорила о важном сюжете. Совет по производным финансовым инструментам решил в качестве ответа на формирующуюся судебную практику (в первую очередь по делу «Транснефти»/Сбербанка, ну и по предыдущим кейсам) разработать базовые стандарты в терминологии Закона о саморегулируе-

мых организациях, базовые стандарты информирования клиента о рисках. Эта работа еще не завершена, но этап ее разработки подходит к завершению. Надеюсь, что скоро этот текст будет одобрен Советом по ПФИ, и после этого передан в Банк России для утверждения в установленном порядке и обсуждения в комитетах по базовым стандартам.

Но перед тем, как мы об этом поговорим, я бы хотел задать вопрос Александру Аничкину. Я знаю, что вы представляли Сбербанк в одной из инстанций (дело с «Транснефтью»), поэтому специально про это не хочу спрашивать. Я, скорее, знаете, про что спрошу? Вот вы, наверняка, и на зарубежную практику смотрели, и на то, насколько вообще уместным и корректным является вся эта история с признанием недействительной сделки через уже, по-моему, становящейся резиновой 10-ю статью Гражданского кодекса. Как это соотносится вообще с хорошей практикой, юридической в первую очередь? Про понятийную часть поговорим.

Александр Аничкин. Ну, я, наверное, все равно коротко скажу про кейз Сбербанк/«Транснефть», что до тех пор, пока не будут разработаны стандарты и вопрос не будет решен каким-то образом, то последним финальным актом остается постановление апелляции инстанции, где мы сумели убедить суд, и суд это отразил в тексте, что обязанности раскрывать у финансовой организации по закону нет. Но Сбербанк, тем не менее, перевыполнил свои обязанности и раскрыл. То есть два важных тезиса, которые, как мне кажется (пока вопрос не будет решен законодательно, пока не появится официальный обязательный стандарт), тоже вносят некий элемент стабильности на рынок. По крайней мере, дают некую защиту. И прецедент как минимум есть.

Если же переходить на обсуждение зарубежной практики, то тут, на-

верное, можно обратить внимание на комбинацию факторов. С одной стороны, в более развитых правовых системах существует достаточно развитый механизм классификации клиентов. И можно классифицировать клиента в зависимости от его опыта, финансовых активов и так далее. Чем выше категория этого клиента, тем меньше твоя обязанность по раскрытию. Если контрагент находится в высшей категории (в принципе, это как раз то, с чем сталкиваются банки, заключая сделки с теми же русскими «голубыми фишками»), то его казначей (который может знать об этом больше банкира) говорит банкиру: «Ну а теперь расскажи мне о рисках».

В развитых правовых системах вопрос решен законодательно. В этом случае у банка никакой особой обязанности по раскрытию информации нет. Но, тем не менее, мы можем наблюдать разные подходы в разных странах. Например, в Британии будут исследовать несколько вещей. Будут исследовать, действительно ли у банка возникла обязанность консультанта по отношению к клиенту. Здесь лидирующим кейсом в Англии является кейс греческих флотоводцев, во владении у которых был большой торговый флот, и они вложились в русские облигации перед кризисом 1998 года. Они потом судили J. P. Morgan, когда случился дефолт. И было установлено, что J. P. Morgan не являлся консультантом своего клиента, потому что ни позитивных доказательств, ни каких-то подразумеваемых обязательств не возникло. И это то, наверное, за чем банкам следует следить в своей поведенческой манере. Поведенческий аспект тоже очень важен.

Если мы посмотрим на Россию, то до кейза «Транснефть/Сбербанк» был другой кейс, «Банк Москвы/Платинум недвижимость». И, в том числе, один из аргументов компании «Платинум недвижимости» была переписка с сейлзами,

достаточно фривольная со стороны сейлзов «Банка Москвы», где давались конкретные рекомендации о том, как следует себя вести в отношении этих свопов. И суд сказал: «У вас возникла обязанность по факту». На самом деле, если бы подобные обстоятельства были доказаны в английском суде, не исключено, что суд бы сказал: «Да, вы были консультантом, у вас были определенные обязанности».

В Германии у судов очень строгий подход. Есть факторы, которые мы со своей колокольни считаем подтверждающими наличие у клиента опыта. Например, одна из вещей, которую мы анализируем — есть ли у клиента опытный казначей, какой у них бэкграунд и так далее, и так далее. В Германии есть судебные акты, где говорится, что даже наличие у финансового директора определенного образования, бэкграунда работы в банке и так далее — не означает, что клиент в целом понимал все риски. И в Германии на банки налагают более строгие обязанности.

Поэтому подходы могут различаться от страны к стране. Но я думаю, что нам нужно искать некий разумный баланс в регулировании этого вопроса. Если банк ведет себя, скажем так, фривольно, то это поведение нужно искоренять. Надо проводить с сейлзами тренинги, потому что потом это все сыграет против вас. Но как минимум, мне кажется, нам надо идти к тому балансу, который в рамках европейского регулирования в целом существует, и пытаться делить клиентов на разные категории, устанавливая разные стандарты раскрытия. Потому что сейчас, на первом этапе мы приходим к одному огромному стандарту раскрытия для всех.

Алексей Артамонов. Действительно, это условия, в которых мы оказались в ситуации отсутствия иной модели категоризации, более подходящей для этих целей. Но, тем не менее, правильно ли я понимаю, Александр, что объем и/

или необходимость предоставляемой информации мы определяем не только с точки зрения категории этого клиента (насколько он продвинут)? Но в любом случае допускаем, что отношения могут конструироваться как по модели агентской («продай мне то, что я знаю»), либо уже по модели фидуциарной, когда у продающего банка возникает другой объем обязанностей?

Александр Аничкин. Безусловно. И я думаю, (учитывая количество германофилов среди наших академических юристов) не исключено, что могут возобладать даже более строгие немецкие подходы. Где суды еще строже отслеживают, давал ли банк клиенту какие-либо рекомендации. Если мы, в конце концов, не придем к закону, в котором будет четко сказано: «профучастник соблюдает такой-то стандарт — его обязанности исполнены, и точка»; то в отсутствие такого закона мы вполне можем оказаться в ситуации, когда после оказания определенных консультаций на банк могут налагаться фидуциарные обязанности.

Михаил Соловьев. Мы, конечно, сделали стандарт раскрытия информации. Но выслушав уважаемых юристов, впадаешь в соблазн вместо длительного стандарта раскрытия сделать короткий договор, смысл которого — «я не консультант, а просто рыночная сторона и не несу никакой ответственности».

Алексей Артамонов. Тогда вообще не останется ни одного шанса заработать. Вот у Екатерины есть к Александру вопрос в развитие этой темы, мне кажется. Екатерина Абашеева. Я примерно то же самое хотела сказать.

Пользуясь случаем, задам вопрос: насколько приемлемой вам кажется применение дисклеймера? Когда профучастник заранее предупреждает клиента: «я тебе не консультант, у нас только отношения продажи, и дальше мы состоим уже только в отношении продажи»? Но если дисклеймера нет,

если клиента не предупредили, тогда все может толковаться в сторону фидуциарных отношений.

Мне такой подход кажется довольно адекватным. Понятно, что в случае серьезных злоупотреблений суд истолкует недобросовестность: несмотря на дисклеймер, профучастник вел себя так, как не следует вести. Но вот при более-менее нормальных отношениях и имея в виду, что понятие финансового консультирования имеет очень нечеткие границы, мне кажется, история с дисклеймером может работать.

Если вернуться к предыдущей панели, Ольга Юрьевна Шишляникова явно с этим не соглашалась, говорила, что давать такой инструмент — не есть здорово.

Наверное, также следует применять разделение на квалифицированного и неквалифицированного [инвестор]. Есть группы совсем неквалифицированных инвесторов, которым такой подход не подойдет.

Александр Аничкин. Я считаю, что такой дисклеймер необходим. Опять же, ожидая появления стандарта, мы пытались сделать временные решения. Например, декларации-упрощенки, — не на 50 листов, а на 5-6 листов. Но дисклеймер туда обязательно включался. Естественно, с пониманием, что если далее банк начинает активно консультировать клиента, каким-то образом что-то рекомендовать ему, то дисклеймер не поможет. Тут я с вами абсолютно согласен.

Тем более я нахожусь под большим впечатлением от прошлогодней конференции, организованной Институтом государства и права, в которой участвовали судьи Верховного суда и обсуждались как раз проблемы рынка финансовых инструментов, проблемы недобросовестности. И судьи говорили, что недобросовестность — ситуативна. Поэтому можно даже по двум спорам, которые внешне похожи, вынести совершенно разные решения. Поскольку судья по-считает, что в конкретной ситуации кто-

то поступил недобросовестно, а кто-то, наоборот, добросовестно.

Поэтому фактология в любом случае будет превалировать над любым дисклеймером.

Алексей Артамонов. Сейчас я хотел бы передать слово Марии Шапиро.

Но перед этим хотел два слова сказать о том, что, собственно, у НАУФОР в результате получилось в плане стандартов. Чтобы все были в курсе. Это пока еще проект, он наверняка будет меняться со временем. Но логика приблизительно такая. Если компания является членом СРО (будь то брокер, дилер, кредитная организация) и имеет дело с неквалифицированным инвестором (в терминологии Закона о рынке ценных бумаг), то она должна раскрыть ему надлежащую информацию. Информацию об экономическом существе рисков, которые сопутствуют инструменту, применяемому в сделке, которую профучастник заключает с контрагентом. И далее профучастник должен получить от клиента соответствующее заверение. Либо иметь возможность другим способом подтвердить факт ознакомления контрагента с этой информацией.

К стандарту прилагается рекомендованная форма декларации, действительно на 50 листах, из нее можно почерпнуть формат под каждую конкретную сделку. В частности, там есть форма, содержащая уведомление о том, что отношения профучастник-клиент не являются фидуциарными. Профучастник клиента не консультирует, клиент уведомлен обо всех рисках и объективно готов к ним. Примерно такая история. Мы рассчитываем, что это будет служить своего рода временной заплаткой до того момента, когда Банк России или законодатели поспеют с более системным решением этого вопроса.

Хотел бы попросить Марию прокомментировать тему. Маша принимала в подготовке этого стандарта очень активное участие. Я знаю, ей в документе





далеко не все нравится, сейчас она нам про это расскажет.

Мария Шапиро. Я все-таки хочу вернуться к теме дисклеймера, на самом деле это связанные темы. Ну, во-первых, дисклеймер уже есть. Во всех наших договорах каждый клиент расписывается, что мы его не консультируем, ничего ему не советуем, ничего не рекомендуем. В этом смысле очень интересен фактологический подход, который транслируют судьи, когда говорят: «да мало ли что в договоре написано, да кого это вообще интересует». До тех пор, пока в законе не появится четкое понимание того, что является рекомендацией, а что не является, мы все будем жить в мире пороховых бочек. И рынок не сможет нормально развиваться, потому что каждую сделку можно будет поставить под вопрос и под угрозу. Сколько бы томов объемом с роман «Война и мир» мы ни положили рядом с собой, называя их декларацией о рисках, стандартами раскрытия информации и так далее.

В этом смысле мне очень радостно слышать от Кати как представителя Банка России, что первым, главным, единственным спасительным шагом, позволяющим не убить рынок правовой нестабильностью, является четкое законодательное разграничение отношений.

Честно говоря, когда только начался разговор насчет создания закона о финансовых советниках, было легкое ощущение, что появился спасительный плот. Что сейчас нам расскажут, что такое консультация, что такое рекомендация, мы вооружимся этим знанием и будем четко понимать, что сейлзы могут говорить клиенту, а чего говорить не должны. Потому что была опубликована очень забавная переписка представителей «Банка Москвы» с клиентом. Но на самом деле практики знают, что, не будучи разобранной под микроскопом и без вырванных из контекста пассажей, подобная пере-

писка — нормальная практика общения сейлза с клиентом. И в любой нормальной ситуации, когда клиент не пытается раздуть конфликт и компенсировать свой убыток, никто подобную практику общения с клиентом не воспримет негативно.

Теперь перехожу к стандарту. Сейчас, во-первых, получился не стандарт, а «Война и мир», если говорить об объеме. Мне это очень не нравится. Когда мы смотрели обсуждение дела «Транснефть против Сбербанка» в первой инстанции, то обратили внимание, как возмущалась «Транснефть» относительно того, что декларацию, предложенную Сбербанком, физически невозможно было прочитать за несколько дней, отведенных на ознакомление с ней.

Стандарт раскрытия информации, который предлагается сейчас как модельный вариант, имеет объем 56 страниц. Внимание, вопрос: когда нужно начать обсуждать сделку с клиентом для того, чтобы у него было хватило времени ознакомиться с декларацией такого размера? Поэтому первое, что мне действительно не нравится, хотя я действительно принимала очень активное участие в разработке стандарта, — это его объем. На мой взгляд, это вопрос формулировок. Юристы поймут, формулировками можно сделать односторонний договор, а можно — 50-страничный.

Во-вторых, пусть это первый шаг, но ведь требуется развитие. Дело в том, что сейчас стандарт ставит акценты именно на раскрытии информации. Единственная история, которая покрывается стандартом — это информация, с которой надо клиента ознакомить. И если мы пойдем по пути ситуативного развития судебной практики, как бы это не стало удавкой на нашей собственной шее, уважаемые профучастники. Потому что декларация о рисках может быть признана консультированием, которое вменяется как основание для оценки отношений профучастника и корпоративного клиента в качестве фидуциара.

Что бы мы ни говорили о правовых системах Германии или Англии, откуда мы много чего позаимствовали. Но в отечественной правовой системе существует абсолютно четкое понимание фидуциарных отношений. Больше того, у нас, безусловно, есть определенные вмененные отношения, но, тем не менее, есть формальные юридические конструкции. Хочешь фидуциарных отношений, — пожалуйста, это доверительное управление имуществом.

Михаил Соловьев. Даже не обязательно фидуциарная. Просто покажи оплаченный контракт на консультирование.

Мария Шапиро. Абсолютно. Я тебе оказываю услугу, и тогда ты имеешь с меня право требовать...

Михаил Соловьев. И пропиши там объем работ.

Мария Шапиро. Да, объем: что именно профучастник должен рассказать клиенту и т.д. Но мы почему-то переходим эту грань, пытаемся еще что-нибудь позаимствовать из других правовых систем. А у нас все конкретно: есть договор — есть отношения. Правила этих отношений должны определяться договором. Если в договоре не сказано, что профучастник о чем-то консультирует клиента, или в чем-то должен ему помочь, или каким-то образом отвечает за его финансовый результат, то закон говорит о том, что профучастник за это не отвечает.

При этом мы вновь возвращаемся к тому, что наши уважаемые судьи вправе использовать закон таким образом, как он может использоваться. Исходя из этого, стандарт может быть немного опасным. В нем реально не хватает всех остальных сфер работы с клиентом, помимо раскрытия информации. Вот эта обязанность отношений с клиентами (в том числе отношений, которые возникают на этапе привлечения клиента) — это все тоже имело бы смысл стандартизировать, если мы говорим о стандартизации взаимодействия на рынке деривативов. Сейчас мы захватываем лишь очень маленький сегмент.

И последнее, на что я хотела бы обратить внимание. Стандарт все-таки должен оставаться инструментом, не позволяющим переходить тонкую грань между правом на защиту и злоупотреблением этим правом. В силу того, что в законе эта грань не определена вообще, к сожалению, ее очень часто переходят. И мы это видели, в частности, на деле Сбербанк - «Транснефть». Потому что при всем уважении к попытке применить формальные признаки квалифицированного инвестора, которые содержатся в законодательстве, «Транснефть» — безусловно является квалиинвестором. Ни у кого не может возникнуть никаких сомнений в том, что она обладает необходимым бэкграундом для того, чтобы быть квалифицированной таким образом. Она не квалифицирована таким образом исключительно потому, что закон этого не требует для стандартных деривативов рубль/доллар.

Квалифицированный инвестор в попытке защитить свое так называемое право на самом деле этим правом злоупотребляет, — это, к сожалению, факт. Стандарт, помимо того, что он призван стандартизировать практику деривативного рынка, также должен защитить от перехода этой грани.

Поэтому большая удача, что удалось уйти от модели, когда эта декларация обязательна, к формату, когда она рекомендована.

И второй момент: наша цель все-таки не документ подписать. Наша цель — чтобы корпоративный клиент хотя примерно начал понимать свои риски при работе с деривативами. Потому что ни один суд (будь то «Транснефть» против Сбербанка, будь то «Платинум Недвижимость» против «Банка Москвы») не говорил о том, что надо было подписать конкретный документ. Суд говорил, что банк не дал корпорату понять, какие риски тот несет. Это еще одна тонкая ситуативная грань.

Мы должны стремиться к тому, чтобы корпораты хотели не бумажку подпи-

сать, а получить понимание того, какие риски они принимают с конкретным инструментом.

Михаил Соловьев. Я понимаю прекрасно наши реалии, я понимаю германофильские настроения, англофильские, — я все понимаю. Но на житейском уровне я не понимаю, чего пристали к банкам? Ну вот представьте, что у той же «Транснефти» я куплю 10 тысяч тонн мазута. Она что, будет мне разъяснять: «Ты дурак? Ты зачем его купил? Знаешь ли ты, что рынок просядет? Знаешь ли ты, сколько можешь потерять?» Она будет мне объяснять технику безопасности при перевозке мазута? Она обязана осмотреть мои грузовики, на которых я собираюсь его перевозить? Нет. Во всем нашем праве есть концепция свободы контракта — хочешь заключаешь, хочешь не заключаешь. Ведь все взрослые люди.

Есть только одна категория, которая должна быть защищена (тут я с Сергеем Анатольевичем согласен), это частные лица. Физических лиц надо защищать, потому что это грозит социальными протестами, и государству нужно это делать.

Почему банк должен разжевывать элементарные вещи якобы клиенту, я не понимаю на генетическом уровне.

Алексей Артамонов. Поддерживаю каждое слово. К сожалению, мы живем в ситуации, когда у нас нет категоризации, пригодной для этих целей. Вот Екатерину сейчас спрошу про это. Ну, кто в здравом уме пойдет рассказывать «Транснефти» про риски довольно волатильных инструментов?

Александр Аничкин. Сбербанк рассказал в декларации, и это ему очень помогло.

Алексей Артамонов. Коллеги, у нас заработала страничка интерактивной связи и на ней появился вопрос.

Вопрос по интерактивной связи. Брокер не будет нести такие риски, какие несет банк. Во-первых, его уже разграничили. Контракты заключаются, исполняются, и никому не придет

в голову оспаривать контракты, заключенные через профессиональных участников рынка ценных бумаг. Задача профессионального участника — донести до клиента идею этого волатильного инструмента. Представляя интересы клиента, он обязан действовать в интересах этого клиента. И самое главное, что иск к профессиональному участнику рынка ценных бумаг (скорее всего, им будет какой-то небольшой брокер) от «Транснефти» в этой ситуации экономически гораздо менее обоснован.

Алексей Артамонов. В общем, понятно ваше предложение. Маша его хочет прокомментировать, и Кирилл тоже порывался, по-моему?

Мария Шапиро. Вы говорите о том, что следует запретить непрофессиональным участникам делать деривативные сделки. Это возможно путем включения в такую сделку промежуточного звена, которым будет профессиональный участник. По большому счету, это возможная роль для финансового советника. Даже брокером не надо быть для того, чтобы консультировать некоего контрагента, заинтересованного в заключении деривативной сделки.

Только зачем это нужно несчастному профучастнику? Мы можем сколько угодно рассуждать по поводу того, что все корпораты будут ломиться на биржевой рынок. Но следует отдавать себе отчет в том, что до сих пор они туда не лomiaются не потому, что биржа выстроила для них непреодолимые кордоны. А просто потому, что это дорого. Это экономически неоправданно, это съест основную радость корпората от дериватива. То, о чем вы говорите, — это создание дополнительные издержки без особой дополнительной гарантии. Да еще предлагается вставить туда некоего участника, который будет лимитировать объем, очень существенный для сделок компаний типа «Транснефти», типа «Роснефти», которые имеют огромные экспортные контракты и хеджируют огромные пласты. Цена вопроса в деле

Сбербанк - «Транснефть» — десятки миллиардов. Мало какой мелкий брокер в состоянии переварить такую позицию.

Поэтому, к сожалению, ваше предложение очень интересно, но утопично.

Алексей Артамонов. Ты хочешь что-то добавить, Кирилл?

Кирилл Пестов. Нет, я тоже хотел сказать про стоимость сделки. Маржинальность этого бизнеса и так невысока, коллеги из банков могут это подтвердить. Встраивание дополнительного элемента может убить всю экономику сделки.

Мария Шапиро. Особенно, если сделка реально делается для хеджирования. Если интерес только в том, чтобы компенсировать некий риск, или стабилизировать поток, или сделать поток более прогнозируемым, то о маржинальности вообще говорить не приходится.

Сергей Аношин. В целом отечественный рынок производных, к сожалению, не развит. Особенно процентный рынок деривативов, его с точки зрения объемов просто не существует. В Штатах он огромен, это самый ликвидный, самый большой рынок, и он выполняет полезную функцию трансформации коротких денег в длинные. Поэтому меры, которые мы обсуждаем, должны помогать участникам. Излишняя регуляция рынка в текущем его состоянии может сыграть такую роль, что он так и не вырастет и не сможет выполнять свою полезную функцию перераспределения риска.

Ведь что такое деривативы? Это просто стандартные валютные, процентные и другие контракты, которые помогают перераспределять риск внутри системы. И у нас этих инструментов недостаточно.

Хотелось еще задать вопрос про хеджирующие сделки, это очень интересная тема. В каком состоянии сейчас находится проект закона об обязательном маржировании?

Алексей Артамонов. Слушайте, а я вам хотел этот вопрос задать.

Сергей Аношин. Существует единое понимание всего рынка, что хеджирующие сделки должны быть исключены из маржирования, по той самой причине, что если дериватив что-то хеджирует, то маржирование этого дериватива риск как раз создает, а не ослабляет. С этой точки зрения мы как участник рынка предложили определение, что же такое хеджирующие сделки.

Собирается ли Банк России как регулятор пойти навстречу рынку, сформулировать определение хеджирования и убрать его из закона о маржировании? **Алексей Артамонов.** Я, пользуясь своим правом модератора, добавлю еще один вопрос. У нас в настоящее время имеет место высокая юридическая неопределенность вокруг вообще соглашения о маржировании. Собственно, я думаю, все в курсе этой дискуссии. И, Катя, могли бы вы попросить тебя прокомментировать обе темы?

Екатерина Абашеева. Хорошо, коллеги, сначала о юридической неопределенности маржирования. Всем известно, что Банк России, во исполнение базельских договоренностей, выпустил в декабре доклад. Но поговорить хотелось бы не о докладе, а о том инструментарии, которыми участники располагают для реализации требований маржирования.

Мы, со своей стороны, понимаем, что требования могут вступить в силу не ранее, чем появится какой-то инструмент, который может быть полезен для того, чтобы маржировать эти самые деривативы. Что имеется на сегодня для того, чтобы маржировать? Есть такая конструкция, как залог. И мы прекрасно понимаем, что когда залогодателем является банк, то закон о банкротстве, по сути, блокирует эти сделки. Потому что, если вдруг что-то случится, то требования залогодержателя будут удовлетворены только после выплат вкладчикам. Не говоря уже о том, что залог — это долго и дорого. Во-вторых, есть прекрасный непоименованный способ обеспечения. Далее, третий вариант — а, может быть,

[заклЮчить сделку] по английскому праву? Но все мы прекрасно понимаем, куда приходим из английского права при банкротстве. Четвертый вариант — это обеспечительный платеж. В обеспечительном платеже титул переходит, но там у нас только деньги. Соответственно, это опять не работает.

В общем, не очень удобно сейчас участникам имплементировать требования о маржировании. И надо бы по-хорошему сначала с инструментом закончить. А что с инструментом? Был подготовлен законопроект (поправки в 39-й закон) для того, чтобы создать некий аналог CSA, аналог титульного обеспечения, когда лицо, которое получает обеспечение в собственность, может этим обеспечением распоряжаться. В общем, ровно тот самый CSA, который во всем мире для этих отношений используется. Была подготовлена норма, которая, на наш взгляд, обходит проблемы, возникающие с обеспечительными конструкциями, перечисленными выше. Обходит в хорошем смысле, то есть позволяет реализовать ту же самую функцию с минимальными рисками. И параллельно были подготовлены соответствующие поправки в Налоговый кодекс.

Осенью прошлого года эти законы были приняты в первом чтении. И была большая надежда на оперативное второе чтение, возможно, в текущую сессию работы парламента. Надежда на то, что, наконец, такой инструмент появится. И будет правовая база, на которой участники смогут написать стандартную документацию.

Финиш был уже почти виден. Но закон забуксовал на этапах согласования. В процессе участвует довольно много ведомств. Последнее замечание, которое мы получили, цитирую: «Вы вводите в российское право институт титульного обеспечения, этот институт доктринально не разработан». По сути, замечание правильное, институт титульного обеспечения в России действительно док-

тринально не проработан, возникает масса проблем. Но чем мы пытаемся парировать? Мы говорим коллегам, что эти проблемы связаны с титулом на индивидуально определенные вещи. А в нашем случае это денежные средства и ценные бумаги. В общем, проблема с эквивалентами вроде бы решается.

Следующая проблема, которую формулируют коллеги: а что будет, если контрагент, который взял титульное обеспечение, уйдет в банкротство? На это у нас опять есть ответ, что в данном случае можно использовать инструмент ликвидационного неттинга. А если еще доделать 127-й закон, то будет совсем неплохо.

Мы, в общем, полагаем, что в этой дискуссии все-таки удастся дойти до логического финала. И закон будет принят. А вот насчет того, что принятие закона решит все проблемы, некоторые сомнения есть.

Сегодня я очень много слышу про то, что судебные решения плохи, практика неудовлетворительна и как же с этим быть. К сожалению, боюсь, что не обойтись без обучения судей. С чего мы взяли, что судья что-то знает про финансовые сделки? Кто учит судей? Кто судьям рассказывает о сути обеспечительной сделки?

Хорошо бы глобально поднять тему специализации судей, обучения судей, может быть, издания разъяснительных материалов для них. Ну, это я разошлась, наверное.

Теперь про хеджирующие сделки. Мы смотрели практику по хеджирующим сделкам, и я бы не была здесь сторонницей сильных законодательных изменений. На сегодняшний день в НК хеджирующие сделки сформулированы, на наш взгляд, максимально широко. Возможно, стоит их сформулировать еще несколько шире для того, чтобы участники могли вкладывать необходимое содержание. Другой вопрос, что судьи часто придираются к документальному оформлению — правильно

ли составлена справка, хеджировала ли на самом деле сделка какой-либо риск, достаточно ли клиент обосновал, что она была хеджирующей.

Может быть, здесь нужна более детальная проработка.

Алексей Артамонов. Спасибо большое. Я так понимаю, что в любом случае дискуссия что по одной, что по другой теме будет продолжаться. Хотел бы поблагодарить всех, кто пришел нас послушать, и от вашего имени поблагодарить всех выступавших. ■