

# Фрагмент защиты

## **ВВЕДЯ ДОПОЛНИТЕЛЬНЫЕ ТРЕБОВАНИЯ К КВАЛИФИЦИРОВАННЫМ ИНВЕСТОРАМ, ЗАКОНОДАТЕЛЬ ОДНОВРЕМЕННО ЗНАЧИТЕЛЬНО РАСШИРИЛ ИХ ВОЗМОЖНОСТИ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ**

Понятие «квалифицированный инвестор» было закреплено в Законе о рынке ценных бумаг в конце 2007 года. Появление этого института, широко распространенного в мире, было призвано открыть новые возможности для развития отечественного рынка, а также оградить неподготовленных инвесторов от более рискованных операций.

Квалифицированными инвесторами по законодательству РФ являются брокеры, дилеры, управляющие, кредитные организации, акционерные инвестиционные фонды и управляющие компании, страховые организации и НПФы, а также Банк России, корпорация «Роснано», Внешэкономбанк и АСВ. Физические и юридические лица, не являющиеся квалифицированными инвесторами в силу закона, также могут быть признаны брокером квалифицированными инвесторами, если они удовлетворяют установленным ФСФР России требованиям.

Теме квалифицированных инвесторов в России и тому, с какими проблемами встречаются брокеры, был посвящен состоявшийся в НАУФОР круглый стол, участниками которого стали: Екатерина Рябова (ООО «Дойче банк»), Дмитрий Хейло (ЗАО ИК «Тройка Диалог»), Елена Рязанова (Брокерский дом «Открытие»), Максим Прошунин (член

Правового комитета НАУФОР, арбитр Третейского суда НАУФОР), Тамара Манукова (НАУФОР).

— В чем основная цель института квалифицированных инвесторов, и какие плюсы получают: брокер, работая с такими клиентами, и инвестор, являясь квалифицированным?

**Максим Прошунин:** Основная цель введения института квалифицированных инвесторов — это защита от рискованных операций на рынке ценных бумаг и производных финансовых инструментов наиболее незащищенного сектора, в основном физических лиц.

**Дмитрий Хейло:** Чтобы оградить их от приобретения финансовых инструментов без должного понимания ими принимаемых рисков.

Чтобы стать квалифицированным инвестором, надо соответствовать определенным требованиям, иметь подтверждающие документы, обратиться к профессиональному участнику с заявлением о

квалификации. В результате инвестор может расширить перечень доступных ему объектов инвестирования. При этом нужно учитывать, что в квалификации может быть отказано.

**М. П.:** То есть мы сразу исключаем часть физических лиц, которые в принципе не смогут покупать ни сложно-структурированные иностранные производные финансовые инструменты, ни иностранные ценные бумаги, не допущенные к публичному размещению или публичному обращению на территории Российской Федерации.

Но как показывает практика, уже квалифицированные инвесторы, которые удовлетворяют критериям, не всегда понимают экономическую и правовую суть инструментов. Ну, например, какого-нибудь «Collateralized Debt Obligation, или CDO». Инвестор понимает, что по российскому законодательству, если он вложился в облигации, то заемную (основную) сумму он обязательно обратно получит. Но он не понимает, что на облигацию типа CDO, регулируемую иностранным законодательством, это не распространяется.

— Как брокер квалифицирует клиента, это уже отработанная процедура?

**Екатерина Рябова:** Все просто аккуратно воспроизвели те требования, которые были в положении ФСФР России о квалификации и которые минимальны. Честно говоря, я не встречала брокера, который бы установил повышенные требования к какому-либо инструменту.

Почему еще, на мой взгляд, никто не старается предусмотреть какие-то повышенные требования — потому что







есть очень сложные продукты, которые трудно классифицировать и описать. Сейчас брокеры предпочитают квалифицировать в отношении нескольких больших групп инструментов — акций, облигаций, производных финансовых инструментов и все. Внутри этих групп нет никаких подразделений ни по сложности, ни по видам. Некоторые еще выделяют иностранные производные финансовые инструменты, иностранные ценные бумаги. А так остается набор минимальных требований, чтобы не усложнять жизнь и себе, и клиенту, а потому нет другого уровня защиты для клиента, и нет дополнительных обязательств.

А дальше возникают вопросы с фактическим подтверждением соответствия требованиям и документам, иногда чисто технические.

— С чем возникают основные проблемы?

**Е. Рябова:** Наибольшие проблемы, конечно, возникают с иностранцами. Необходимо пересчитать активы или средства из валюты в рубли, провести апостилирование документов, подтверждение владения бумагами.

**М. П.:** Могу только подписаться под Катинными словами и добавлю еще — переводы всех документов, которые необходимо представлять. Ведь вся документация должна быть на русском языке, перевод документов должен быть нотариально удостоверен. Но в принципе процедура у всех брокеров уже так или иначе отработана.

Но и что касается повышенных требований — согласен, вероятно, это не будет трендом, и требования не будут повышены. Как сказано в приказе ФСФР, нельзя устанавливать повышенные требования только к определенной категории юридических или физических лиц. Если мы установим повышенные требования, соответственно они должны будут распространяться на всех последующих, и соответственно возникает вопрос «а что делать с предыдущими?».

**Тамара Манукова:** Квалификация подтверждает некий уровень опыта, осведомленности. Если однажды в отношении инвестора — физического лица брокер признал, что он опытен, то в будущем инвестору уже не нужно это подтверждать.

— А если брокер с кем-то объединился?

**Д. Х.:** При присоединении к брокеру не должен. Проблемы действительно могут возникать, но в большинстве случаев не с самой процедурой квалификации инвесторов, а с тем, в каких случаях квалификация нужна.

Например, при совершении производного финансового инструмента между иностранным финансовым институтом и российской корпорацией. Тут необходимо ответить на ряд вопросов: является ли финансовый инструмент иностранным, нужно ли участие российского брокера на стороне российской корпорации и иностранного финансового института и, наконец, необходимо ли российскому брокеру квалифицировать своего иностранного клиента.

Общего рецепта нет, но для того чтобы максимально снизить риски, необходимо действовать исходя из положительного ответа на все вопросы.

**М. П.:** Нарушение требования закона: сделки с финансовыми инструментами, предназначенными для квалифицированных инвесторов, должны осуществляться через брокеров и только квалифицированными инвесторами.

— Есть ли судебная практика?

**Е. Рябова:** Пока что нет.

**Д. Х.:** Иностранные финансовые инструменты, не квалифицированные по законодательству Российской Федерации в качестве ценных бумаг, например структурные ноты или деривативы по иностранному праву, можно продавать только через брокера и только квалифицированным инвесторам.

Типичной является приведенная ситуация, когда российский эмитент делает

иностранной производный инструмент с иностранным банком.

Вопрос — а надо ли иметь брокера на стороне иностранной компании? Из регулирования читается, что и эмитент, и иностранный банк должны осуществлять сделки через брокеров.

Ряд юридических фирм трактуют ситуацию консервативно и также рекомендуют квалифицировать иностранный банк.

**Е. Рябова:** ФСФР подтверждала, что и иностранцам нужно привлекать брокера.

**Д. Х.:** Вопрос, насколько это действительно нужно.

**М. П.:** Есть аутентичное толкование, что брокер должен квалифицировать своего клиента, то есть того, кому он будет предоставлять брокерские услуги при совершении сделок с финансовыми инструментами. Если исходить из этого толкования, то нужен брокер и там и там. Никаких нормативных исключений из этого нет.

**Т. М.:** Брокер заинтересован в том, чтобы самостоятельно квалифицировать клиента, иначе он будет нести риски, связанные с тем, что квалификация, присвоенная другим брокером, была проведена ненадлежащим образом.

**Д. Х.:** Послабление сделали только для депозитариев, которые совершают операции по счетам депо, для того чтобы зачислить депоненту бумагу, предназначенную для квалифицированного инвестора. Не сразу, но в конечном итоге ФСФР дала разъяснение, что депозитариям можно пользоваться квалификациями сторонних профучастников.

**Е. Рябова:** Когда брокер совершает сделку от имени клиента, который был неправильно квалифицирован, он должен будет за свой счет приобрести у клиента ценную бумагу и возместить ему все убытки и расходы, с учетом всех рисков, включая рыночные потери, которые никакому бро-

керу, конечно, неинтересны. Поэтому брокеру легче самому проверить баланс и убедиться, что все в порядке, чем нести ответственность в размере инструмента.

**Д. Х.:** При совершении резидентом и нерезидентом производного финансового инструмента, который подчинен иностранному праву, важно определиться, требуется ли квалификация иностранца: с одной стороны, закон-то российский и на иностранцев не распространяется, с другой стороны, можно найти аргументы, что все-таки распространяется. Поэтому в зависимости от аппетита к рискам компании по-разному решают этот вопрос.

**М. П.:** Что касается иностранцев, в положении о признании квалифицированных инвесторов есть две ссылки, которые говорят о том, что необходимо квалифицировать.

**Д. Х.:** Вопрос в том, может ли спор по деривативу, который подчинен, например, английскому праву, быть рассмотрен в суде с применением императивных норм российского законодательства?

Известны отдельные судебные решения, когда по сделкам между нерезидентами с ценными бумагами, подчиненными иностранному праву, в российских судах применялось российское право. Но это эпизодические вещи, и говорить о том, что это сложившаяся практика, нельзя.

**Е. Рябова:** Есть еще одно возможное толкование закона: когда брокер совершает от имени своего квалифицированного клиента сделку с каким-нибудь иностранным банком, брокером, он совершает ее не на территории РФ. И некоторые юридические фирмы в этом случае говорят, что наш закон о рынке ценных бумаг на территории иностранных государств не распространяется. Поэтому иностранцев квалифицировать не надо, и сделка может быть совершена без участия брокера.





Д. Х.: Так вот в этом и вопрос...

**Е. Рябова:** Что считать сделкой на территории иностранного государства.

ФСФР как-то давала разъяснения, что когда мы совершаем сделку за рубежом, то ее не надо квалифицировать.

**Т. М.:** Но они же вам не говорили, что означает сделка за рубежом?

**Е. Рябова:** Многие юридические фирмы толкуют это так: если в договоре написано «город Лондон», то сделка совершена в городе Лондоне.

**М. П.:** А если еще представитель клиента, то есть уполномоченное лицо, подпишет договор вне территории Российской Федерации, то это добавляет аргументов в пользу того, что сделка не в России и не регулируется российским правом.

**Т. М.:** Такой подход работает, когда мы говорим о деривативах. А когда мы говорим о ценных бумагах, то у ФСФР есть другой аргумент: если переход права осуществляется на территории РФ, значит, сделка совершена на территории РФ.

**Е. Рябова:** А иностранные кастодианы по нашему законодательству не признаются депозитариями и не регистрируют переход права собственности.

**Т. М.:** ФСФР считает просто: где была внесена приходная запись? В России. Далее открываем статью 2 Закона о рынке и смотрим, что такое обращение. Место совершения сделки определяем по месту перехода права на ценные бумаги.

**Д. Х.:** Слова Тамары как раз подтверждают то решение, которое я упоминал. Оно было связано с компанией «Юкос», и поэтому, возможно, оно и не показательно, но имело схожую логику. Там офшоры совершали сделки с российскими бумагами по английскому праву. Суд применил императивные нормы российского законодательства, поскольку сделка была тесно связана с Россией.

Т. М.: В производных контрактах действительно можно писать «место заключения договора — город Лондон», а в случае с ценными бумагами — связь с юрисдикцией очевидна.

Елена Рязанова: Мы запрашивали у нескольких ведущих иностранных консультантов заключения о необходимости квалифицировать инвесторов в данном случае, и они подтверждали, что квалифицировать надо.

Е. Рязова: ...а некоторые говорят, что иностранцев можно не квалифицировать. Но они говорят это осторожно, объясняя, что это неразумно.

Т. М.: На практике получается, что инвесторы приходят к российским брокерам, наши брокеры им рекомендуют обращаться к иностранным брокерам, которые зачастую являются «дочками» наших компаний. И в случае работы через иностранного брокера автоматически пропадает необходимость быть квалифицированным и совершать сделки с инструментами, предназначенными для квалифицированных инвесторов через брокера.

Одной квалификаций не победить зла.

Институт квалифицированных инвесторов должен был защитить самых неопытных инвесторов, тех, которые не вполне понимают существо инвестиционного продукта, который они приобретают. Но в результате получилось, что даже если вы инвестора квалифицировали, это не означает, что он был опытным или стал таковым. Кроме того, сами критерии квалификации требуют существенной доработки, и в том виде, в котором существуют, неудобны как для брокера, так и для инвестора.

Д. Х.: Квалификация клиента — это лишь один из элементов защиты. Общее правило — можно предлагать клиенту только то, что он действительно понимает и в чем он действительно разбирается. Одной квалификацией нельзя «победить зло». У нас, кстати, тоже есть требование, что брокер

может предлагать клиенту совершить сделку, убедившись в том, что клиент понимает риски, связанные с такого рода сделкой.

Т. М.: Более того, европейское регулирование предусматривает несколько типов квалифицированных инвесторов.

Отношение брокера к клиенту зависит даже от того факта, есть ли у инвестора финансовый консультант. Та квалификация, которая появилась в нашем праве, не решает многие из поставленных задач, а лишь отсекает самых неквалифицированных. В то же время она создает огромное количество барьеров и издержек для участников оборота при совершении ими сделок.

Е. Рязова: Взять, например, такого большого участника, как «Газпром», у которого огромные обороты и даже свое казначейство, которое занимается многими другими вещами. Они каждый год должны приносить брокеру свой баланс, и брокер каждый год смотрит, не снизились ли у них собственные средства ниже установленного уровня, после чего «ставит галочку», и только после этого они могут продолжать свои сделки как квалифицированный инвестор и только через брокера, выплачивая ему брокерскую комиссию. За что брокер им будет очень благодарен, но, в целом, для «Газпрома» это создало исключительно препоны.

Вот если говорить опять-таки только про Европу и про MiFID, там для некоторых групп инвесторов есть возможность по заявлению самого инвестора перейти в «повышенный» или в «пониженный» класс.

Д. Х.: По отдельным инструментам...

Е. Рязова: ...и даже в отношении одной конкретной сделки.

У нас такой возможности нет, и тот же Газпром продолжает совершать сделки через брокера, даже несмотря на весь свой опыт.

М. П.: Что касается брокера, мне кажется, проблема брокерской деятельности относительно бумаг для квалифицированных инвесторов заключается в том, что брокер в большей степени ограничивается уведомлением о рисках. Клиент подписал уведомление о рисках, но нет для российского брокера четко прописанной обязанности донести суть данного финансового инструмента.

Д. Х.: Разве этого не хватает?

М. П.: Ну а кто разъясняет?

Д. Х.: Ну вот ты приводил пример с нотой. Клиент должен понимать, что в конечном счете он может не получить обратно «тело» займа. Есть некий набор существенных условий сделки, которые должны быть доведены до клиента. В постановлении ФКЦБ № 9 установлена обязанность брокера не рекомендовать клиенту сделку, не предприняв мер, направленных на разъяснение связанных с ней рисков. Может быть, от регулятора требуется прописать это более «выпукло» и в большей связи с требованиями к квалификации.

На мой взгляд, и сейчас брокера никто не освобождал от обязанности доносить до клиента информацию об имеющихся рисках.

Е. Рязанова: Но сейчас у него нет стимула делать это. Я прекрасно понимаю, что если мой клиент подписал декларацию о рисках, то я как брокер себя обезопасил. А дальше у меня есть огромная армия сейлзов, которые все это продают.

М. П.: Представим себе ситуацию, когда сейлз объясняет каждый инструмент каждому физическому лицу...

Е. Рязова: ...и говорит: «это очень интересный продукт, не советую вам его приобретать!»

М. П.: Что касается самого института квалифицированных инвесторов — здесь другого мнения быть не может — это нужно. Это зарубежный тренд, мы

## Читайте в одном из ближайших журналов «Вестник НАУФОР»

В начале апреля НАУФОР провела онлайн-семинар с участием ФСФР России на тему работы брокеров с квалифицированными инвесторами.

Во время семинара профессиональные участники задавали вопросы о ценных бумагах и финансовых инструментах для квалифицированных инвесторов, о видах услуг для квалифицированных инвесторов; интересовались, какова будет ответственность в случае, если контрагент по сделке, не являясь квалифицированным, совершил сделку с инструментом, предназначенным для квалифицированных инвесторов и т.д.

Итогам онлайн-семинара будет посвящена специальная публикация в одном из ближайших номеров журнала.

ему должны соответствовать в любом случае.

Но непонятна роль брокера в этой ситуации. Что касается требования, что все сделки должны заключаться через российского брокера, то какую он несет нагрузку — политическую, социальную?

Фактически брокер выполняет технические функции.

**Т. М.:** Суть его деятельности заключается просто в том, что он исполняет то решение, которое квалифицированный им клиент принял самостоятельно.

**Д. Х.:** Подожди, цель ведь какая — уведомить клиента о рисках. Клиент, придя к брокеру со своим пониманием инструмента, переосмысливает его с учетом информации от брокера, например информации о том, что может и не получить номинальную стоимость облигации обратно.

**Т. М.:** По идее, роль брокера как посредника в том и заключается, чтобы уведомить о рисках.

**Д. Х.:** Если речь идет о предложении брокера совершить сделку, тогда это требование работает. А если это инициатива клиента — вопрос не урегулирован.

**Е. Рязанова:** А вообще рекомендации «покупать — не покупать» — это отдельная услуга, которая отдельно оплачивается.

— Допустим, брокер придумывает какой-то интересный продукт, который возможен только для квалифицированных инвесторов, и он знает, что клиент имеет достаточно квалификации и осознает риски этого продукта. Но по формальным требованиям он не может этого клиента квалифицировать. Что делать?

**Е. Рязанова:** Закон запрещает предлагать неквалифицированному инвестору такие «интересные» продукты, например, иностранные финансовые инструменты или ценные бумаги, или производные, предназначенные для квалифицированных инвесторов. Инвестор должен сам прийти к брокеру.

— Как же это можно проконтролировать?

**Е. Рязанова:** Вопрос в другом: как инвестор узнает, что у брокера есть интересный инструмент, за которым он может прийти?

**Д. Х.:** Так говорим клиенту: вот мы тебе расскажем об этом инструменте в том случае, если ты будешь квалифицирован, а про обычный фьючерс можем просто так рассказать. В теории так все должно быть.

**Е. Рябова:** А на практике вывозят инвестора в Лондон, кормят-поят его и все рассказывают.

**Е. Рязанова:** Это смотря какой брокер. Основная масса все-таки идет через свои дочки, через офшоры, мало кто идет напрямую.

**Е. Рябова:** С иностранными ценными бумагами, кстати, не так сложно, потому что научились их покупать-продавать. Сначала была большая проблема с определением, является ли этот иностранный финансовый инструмент ценной бумагой. Когда научились получать CFI-код, все стало достаточно легко. Получили подтверждающие документы, отнесли в российский депозитарий, совершили сделку и так далее.

## Пусть он это сделает через брокера

— Зачастую формальное встраивание брокера в цепочку — это вопрос недоверия к участникам процесса?

**Е. Рябова:** Основные проблемы у нас возникают с деривативами, другими нестандартными продуктами, где по мировой практике брокера обычно просто не бывает. И попытки его туда записать приводят к искусственным конструкциям, когда приходится к простому брокерскому поручению прикладывать стандартную документацию по ISDA Master Agreement, чтобы клиент проинструментировал нас совершить сделку именно в таком виде. Очень искусственная конструкция получается.

Я вчера посмотрела еще раз закон. Хорошо, что у нас никто не догадался отдать иностранные ценные бумаги в залог. Потому что у нас даже договор залога должен...

**Е. Рязанова:** ...идти через брокера.

**Т. М.:** Более того, залогодатель тоже идет к брокеру.

**М. П.:** И достаточно аргументированный довод клиента должен быть таков – а что ты делаешь такого, за что я должен тебе платить так много?

**Е. Рязанова:** Потому что без брокера ты просто не можешь сделать такую сделку.

**М. П.:** Тогда встает вопрос с международным финансовым центром. Мы же говорим об открытости для иностранных инвесторов. Когда приходит сюда английский банк, ему говорят: вот производный финансовый инструмент, который регулируется по английскому праву, ты английский юридическое лицо, но ты должен получить российского брокера и должен получить квалификацию, чтобы мы знали, что ты понимаешь, что это за инструмент.

Потом начинаем объяснять, что с брокером нужно заключить брокерский договор, а есть еще такая схема, как поручение или как комиссионная схема. И вот мы начинаем объяснять, что такое брокерское соглашение в соответствии с российским законодательством и т.д.

**Е. Рябова:** Иностранцев это вводит в ступор, так как у них совсем другое понимание агентских отношений.

**Д. Х.:** Плюс ко всему в соответствии со статьей 1062 ГК судебная защита по срочным сделкам с участием юрлиц предоставляется в случае, если стороной по сделке является профучастник или кредитная организация.

**М. П.:** Попробую предположить, что в данном случае все эти операции не обогащают российского брокера, а являются препятствием для доступа иностранных инвесторов, действитель-





но квалифицированных, у которых есть и средства, и опыт.

**Д. Х.:** Следует также учитывать, что в тех же США иностранная финансовая компания не может напрямую предлагать финансовые услуги обычным американским инвесторам. Она должна делать это «под присмотром» местного финансового института. Тема защиты российского инвестора от «злого иностранного банка» имеет параллели на Западе.

Одно дело, когда иностранный инвестор пришел за инвестиционными услугами в Россию, другое — когда иностранный финансовый институт пришел продавать в России свои продукты.

**М. П.:** Кажется, мы снова подходим к проблеме относительно российского инвестора: здесь я думаю, не должно быть двух точек зрения — конечно, российского инвестора надо защищать. Но что касается случая, когда приходит иностранец, то нам, конечно, нужно доработать законодательство. Либо распространить положения относительно квалифицированных инвесторов в силу закона на соответствующие иностранные финансовые институты. Либо сказать, что квалификация распространяется только на российских физических и юридических лиц, иностранцев это никоим образом не касается.

Если они пришли на российский рынок, они вправе сами принимать решения. Если вспомнить правило 144А США — там фактически перечислены все фонды, которые вправе покупать ценные бумаги, не зарегистрированные на территории США. Одно из требований — под управлением должно быть порядка 100 млн долларов. США особо не интересуется, что будет делать нерезидент США, покупая эти бумаги. Они защищают в данном случае отечественных инвесторов.

**Е. Рязанова:** Это две самостоятельные остро стоящие проблемы.

Первая — это что делать с иностранцами. А второе — как квалифицировать российских инвесторов, от чего их защищать.

Мы выпускаем всех подряд на FORTS, где бывают очень страшные «залеты», и клиенты, которые приходят на этот рынок, зачастую не понимают всех рисков. При этом не даем этим же клиентам купить продукт, который имеет меньшую степень риска. Чем обычная иностранная ценная бумага, например акция Microsoft или Apple, страшнее акции российского эмитента, почему нужно иметь 3 млн средств, чтобы ее купить?

— А если неквалифицированный российский инвестор придет к иностранному брокеру, он сможет покупать те же акции и Microsoft Apple через него?

Е. Рязанова: Легко...

— Но по крайней мере ему для этого нужно хорошо владеть английским.

Е. Рябова: Да не обязательно. Все уже есть на хорошем русском языке, и документация тоже.

— Складывается впечатление, что вся эта защита инвестора от его собственных неграмотных действий лежит где-то в другой плоскости.

Е. Рябова: Пока она защищает самых непредприимчивых. Кто действительно захочет попасть на иностранный рынок, тот попадет.

Д. Х.: Должна быть не только квалификация, а общая логика защиты российских инвесторов. Она не прослеживается до конца. Нет системы. Есть первый правильный шаг — сделали институт квалифицированного инвестора. К нему надо уточнить требования и двигаться дальше.

Нужно уточнять, кого из иностранцев мы не квалифицируем, на каких условиях могут иностранцы предлагать свои финансовые услуги в России, эту мысль надо продолжить. Тогда будет законченная картина, а сейчас она фрагментарная.

Т. М.: Депозитарии у нас — неквалифицированные инвесторы...

М. П.: И быть признанными квалифицированными инвесторами депозитарии не могут.

Т. М.: Депозитарий не сможет зачислить на свой счет бумаги, предназначенные для квалифицированных инвесторов.

Е. Рязанова: А зачем ему зачислять на собственный счет?

Т. М.: У него же могут быть свои собственные бумаги.

Д. Х.: Собственные бумаги он будет через брокера зачислять.

Т. М.: Есть депозитарий, профессиональный участник с лицензией, который, по мнению законодателя, не понимает инвестиционные риски, и есть бабушка — неопытный инвестор, которая тоже не понимает соответствующие риски. Есть ли между ними разница? Представим, что оба хотят совершить сделку с бумагами, предназначенными для квалифицированных инвесторов. Разница в том, что бабушка может быть квалифицирована брокером при соблюдении определенных условий, а депозитарий в соответствии с действующим регулированием — не может ни при каких.

Еще один пример: эмитент выпускает бонды, которые предназначены для квалифицированных инвесторов. Сам он при этом квалифицированным инвестором не является. Оферта предполагает право держателя облигаций требовать от эмитента выкупа этих облигаций в определенный момент времени. Вывод: эмитент не может исполнить свои обязательства по оферте, пока не будет квалифицирован брокером. И все сделки по приобретению ценных бумаг в этом случае тоже должны совершаться через брокера.

Д. Х.: Пусть он это сделает через брокера.

Т. М.: Проблема в том, что изначально, когда эмитент делает оферту, он понимает, что не сможет ее исполнить без брокера.

Д. Х.: Но возникает вопрос: лица, которые приходят, чтобы продать, должны ли они встать на обслуживание ко мне как к лицу, которое обслуживает эмитента? Или они будут покупать через другого брокера?

М. П.: В любом случае они должны прийти к брокеру, чтобы продать, и эмитент должен.

Д. Х.: А если я брокер эмитента, тогда я собираю заявки от брокера облигационера.

Т. М.: Абсурдность ситуации в том, что лицо, которое инициировало выпуск этих сложных, «опасных» для обычных инвесторов продуктов, защищается законом от покупки этих же бумаг и может сделать это только через брокера.

— Наверное, кто-то готовит поправки в существующее законодательство?

Т. М.: Уже два с половиной года существует проект приказа ФСФР, в котором многие вопросы, в том числе касающиеся иностранных инвесторов, решаются. Правовой комитет НАУФОР рассматривал этот проект в декабре 2010 и в декабре 2009 года.

Д. Х.: И это просто два разных документа.

Т. М.: В 2009 году по итогам рассмотрения данного проекта мы направили в ФСФР замечания, год спустя получили уже почти доработанный документ, и в нем даже стояла дата вступления в силу — 1 января 2011 года. Но он так и не был вынесен для обсуждения в окончательной редакции.

— Почему?

Т. М.: Думаю, что в связи с принятием закона о предотвращении инсайда и манипулирования, закона о клиринге, ФСФР сейчас очень загружена, поскольку эти законы предполагают разработку большого количества подзаконных нормативных актов.

М. П.: Когда мы разрабатывали проект приказа, то рассмотрели такую поправку: когда дочерняя российская компания с иностранными инвести-

циями делает опционную программу, привязанную к рыночной стоимости акций иностранной «материнской» компании в рамках премирования своих сотрудников, работающих в российской компании. Сейчас получается, что вознаграждение получить нельзя, для этого необходимо квалифицировать всех сотрудников.

**Е. Рябова:** Да, это очень популярная схема премирования иностранной компанией своих сотрудников собственными акциями.

**М. П.:** Мы провели у себя маленькое исследование, получилось, что большинство сотрудников нельзя квалифицировать: не соответствуют требованиям ФСФР.

**Д. Х.:** Может быть, это лучше для сотрудников — пусть они деньгами получают?

**Т. М.:** Я говорю о формализме. Для «галочки» брокер как посредник вступает в сделку. В результате появляются лишние договоры, лишние поручения, лишние отчеты и т.п.

Честно говоря, эти нормы о бесконечном количестве брокеров и сделок немного напоминают стремление нашего законодателя, к примеру, требовать нотариального удостоверения чуть ли не каждой сделки. Достаточно посмотреть новый проект Гражданского кодекса.

А на деле низкая компетентность и высокая стоимость услуг создают серьезные издержки как для бизнеса, так и для частных лиц.

**Е. Рябова:** Сейчас фактически ограничили только иностранные финансовые инструменты. Да, у нас есть некие ценные бумаги, предназначенные для квалифицированных инвесторов, которые еще не получили большого распространения, например, облигации. То есть очень хорошую и простую иностранную ценную бумагу купить нельзя, но при этом российский банк или брокер может без каких-либо ограничений предложить своему клиенту

ужасающе сложный производный финансовый инструмент.

Мы недавно делали сделку и в соответствии с внутренними процедурами написали клиенту целый меморандум с описанием потенциального развития событий и возможных потерь. Но это, скорее, исключение.

**Т. М.:** Это вы сделали для крупного клиента, у вас есть ресурсы и время готовить меморандумы для каждого такого клиента. А как решить задачу привлечения на рынок массового долгосрочного инвестора с учетом существующих барьеров?

**М. П.:** Получается, что российский брокер, который пускается в цепочку для квалифицированных инвесторов, фактически не несет дополнительной стоимости для российского рынка. Он в большей степени даже препятствует тем же зарубежным банкам, и более того, не дает дополнительной защиты для физических и юридических лиц.

**Т. М.:** Брокер как «технический» посредник в сделке не нравится нерезидентам — во-первых, это дополнительные расходы, пусть даже и небольшие, во-вторых, любой новый контрагент, договор — это новый риск. Как объяснить нерезиденту, что договор, который он заключает, по сути, не несет никакого смыслового значения и является лишь промежуточным звеном на пути к совершению сделки?

**Е. Рябова:** Наша материнская компания очень удивилась, увидев наш брокерский договор на 40 страницах, со всеми формами, списками, предупреждениями о манипулировании, об инсайде...

**Т. М.:** ...печатайте седьмым кеглем.

**Е. Рябова:** Та же история и с брокерской комиссией: если мы как брокер заходим в сделку, которую предлагает наша материнская компания, то, естественно, не хотим брать большую брокерскую комиссию, потому что брокерские услуги — это часть всего пакета.

А попытка объяснить нашему налоговому отделу, почему в данном случае мы берем маленькую брокерскую комиссию, натывается на их сопротивление, потому что им нужно будет объяснять налоговой инспекции, почему комиссия такая маленькая, она же не должна отличаться от других договоров более чем на 20%.

**Д. Х.:** Есть еще одна серьезная налоговая тема при совершении сделок с иностранцами. В целях налогового регулирования убытки, полученные по договорам, не подлежащим судебной защите, не учитываются при определении налоговой базы по налогу на прибыль организаций. А у нас в соответствии со статьей 1062 ГК судебной защите подлежат только те сделки, в которых одна из сторон — банк или профессиональный участник.

Но есть письмо Минфина, согласно которому убытки по деривативам, которые заключены с иностранными организациями в соответствии с иностранным правом и подлежат судебной защите в соответствии с иностранным правом, могут учитываться для целей налогообложения прибыли организаций.

**М. П.:** Сам Минфин не раз писал, что разъяснительные письма не являются нормативно-правовыми актами, но с учетом того, что Минфин России все-таки определяет налоговую политику, а риск, что ФНС пойдет по другому пути и будет противоречить Минфину как методологу минимален, то встает вопрос, а кто в судебном заседании поднимет этот вопрос. Инвестор — вряд ли, наверное, ФНС — тоже нет.

**Д. Х.:** Тем не менее в ряде случаев возникают проблемы с применением положений писем Минфина налоговыми органами, например в регионах.

**М. П.:** Получается, мы опять создаем препятствия для российских компаний хеджировать свои валютные, свои процентные риски, потому что в большинстве случаев данное хеджирование

могут предоставить только иностранные банки.

**Е. Рябова:** Чтобы захеджировать одним инструментом большой синдицированный кредит, у большинства российских банков не хватит капитала. А в случае сделки с иностранным банком встают налоговые вопросы и вопросы, связанные с участием в сделке брокера. Это реальные трудности, и проблемы начинаются уже с компаний среднего размера. Одна-две крупные сделки — и лимит риска на одного заемщика закончился.

**Д. Х.:** Думаю, что пора поправить статью 1062, тем более у нас сейчас в законе появилось определение ПФИ, поэтому можно сказать, что вообще вся эта глава не распространяется на ПФИ. Решение какое-то надо искать.

**Т. М.:** И честно говоря, вообще не очень ясно, почему предоставление правовой защиты напрямую зависит от наличия посредника в сделке. □

