

УЧЕБНО-МЕТОДИЧЕСКОЕ ПОСОБИЕ

ЭТИКА и профессиональные стандарты в финансах

И. Н. Гуров



Экономический
факультет
МГУ
имени
М.В. Ломоносова

МОСКОВСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ
имени М. В. Ломоносова
Экономический факультет



И. Н. Гуров

Этика и профессиональные стандарты в финансах

Учебно-методическое пособие

Москва
2024

УДК 336
ББК 65

Автор:

Гуров Илья Николаевич,
д.э.н., СФА — зав. кафедрой финансов и кредита
экономического факультета МГУ имени М. В. Ломоносова,
член управляющего совета
магистерской программы «Финансовая аналитика»

Гуров И. Н.

Этика и профессиональные стандарты в финансах: учебно-методическое пособие. — М.: Экономический факультет МГУ имени М. В. Ломоносова, 2024. — 76 с. — URL: <https://www.econ.msu.ru/elibrary/is/bef/#top>

ISBN 978-5-907690-65-3

Учебно-методическое пособие содержит материалы курса «Этика и профессиональные стандарты в финансах», который проходят студенты экономического факультета МГУ имени М. В. Ломоносова, обучающиеся на магистерских программах по направлению «Финансы». В пособии раскрыты основные темы этого курса — финансовые катастрофы, стандарты этики в финансах, этика делового общения, содержатся программа курса, а также рекомендации по его проведению.

Учебно-методическое пособие предназначается для студентов и преподавателей курса «Этика и профессиональные стандарты в финансах».

УДК 336
ББК 65

ISBN 978-5-907690-65-3

© Экономический факультет
МГУ имени М. В. Ломоносова, 2024
© Гуров И. Н., 2024

БЛАГОДАРНОСТИ

Автор выражает признательность:

- *Матюхину Андрею Александровичу, CFA, FRM*, за многолетнюю совместную работу и за внимание к профессионализму и этическим ценностям в финансовой и академической сферах;
- *Семенихину Роману Борисовичу, к.э.н.*, за многолетнее совместное преподавание курса «Этика и профессиональные стандарты в финансах»;
- *Студникову Сергею Сергеевичу* за многолетнюю совместную работу на магистерской программе «Финансовая аналитика» экономического факультета МГУ;
- а также своим коллегам по экономическому факультету МГУ и студентам, которые год за годом помогали совершенствовать курс «Этика и профессиональные стандарты в финансах».

ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение	5
Глава 1. Финансовые катастрофы	7
Глава 2. Стандарты этики в финансах	21
Глава 3. Этика делового общения	45
Глава 4. Методические рекомендации по проведению курса «Этика и профессиональные стандарты в финансах»	53
Литература	63
Приложение 1. Переговорная позиция инвестиционного фонда LIF	67
Приложение 2. Переговорная позиция компании TRW	72

ВВЕДЕНИЕ

Курс «Этика и профессиональные стандарты в финансах» посвящен формированию системного понимания этических принципов и профессиональных стандартов, которые важны в процессе работы и устойчивого развития карьеры в области финансов. Этические дилеммы могут возникнуть как непосредственно в процессе работы (проведение анализа, написание отчетов и т.д.), так и при взаимодействии с коллегами и клиентами. Поэтому существенную часть курса занимают темы, посвященные этике коммуникаций. В целом в курс включены такие темы, как финансовые катастрофы, произошедшие вследствие нарушения этических принципов и профессиональных стандартов; понятие профессионализма в области финансов; международные профессиональные стандарты в области финансов; этика деловых коммуникаций и проведение переговоров; стандарты делового поведения при работе в финансовой сфере. Основная часть этих тем освещается в трех главах. Для более подробного изучения предлагаются ссылки на дополнительную литературу. В настоящем учебно-методическом пособии также представлено описание программы курса и даны рекомендации по его преподаванию и изучению.

В процессе прохождения курса «Этика и профессиональные стандарты в финансах» вы получите знание этических принципов, на которых основывается профессиональная деятельность специалистов в области финансов и которые необходимы для формирования доверия на финансовых рынках; знание принципов организации работы финансовых институтов; умение продуктивно взаимодействовать в коллективе; умение решать конфликтные ситуации; знание основ деловых коммуникаций; умение применять перечисленные знания в процессе работы в финансовой сфере.

Любая профессия обладает двумя признаками — это специальная область знаний и общественная польза, которая создается представителями данной профессии. В связи с этим тезисом не каждая деятельность, даже если она сложная и требует специальных знаний, является профессией. И финансисты выступают профессионалами не только потому, что знают много концепций, формул и правил, но и потому, что их работа при условии соблюдения этических норм приносит пользу обществу. В науч-

ной литературе, посвященной тематике финансового развития и взаимосвязи «финансы — экономический рост» (finance — growth nexus), давно сформировался консенсус, в соответствии с которым развитие финансового сектора благоприятно влияет на развитие экономики (Данилов, 2019; Гуров, Куликова, 2021). Когда финансовая система эффективно выполняет свои функции, в частности, такие как аккумуляция сбережений, мониторинг проектов, перераспределение рисков, обеспечение справедливого ценообразования на финансовых рынках, от этого выигрывает все общество в целом. Но финансовая система — не просто обезличенные финансовые институты, рынки и котировки. Это люди — профессионалы в области финансов, от компетентности и ответственности которых зависят эффективность работы всей системы и польза, которую финансовая система принесет обществу. В связи с этим изучение и понимание принципов профессиональной этики в финансовой сфере необходимы для осознания общественной значимости финансовых профессий и в конечном итоге для того, чтобы финансы были не просто областью знаний, а оставались профессией, представители которой приносят пользу нашему обществу.

ГЛАВА 1

ФИНАНСОВЫЕ КАТАСТРОФЫ

Эта глава посвящена описанию и анализу финансовых катастроф. Показано, что причинами финансовых катастроф в большинстве случаев являются нарушения профессиональной этики.

По мере своего развития наше общество все более эффективно противостоит экзогенным рискам за счет создания и внедрения технологий, ответственного отношения к принципам управления рисками и сложной общественной организации. Вместе с тем человечество все больше оказывается подверженным эндогенным рискам (Bernstein, 1998). Все большее количество катастроф имеет антропогенную природу.

В целом под катастрофой обычно подразумевается крупное неблагоприятное событие, которое влечет за собой трагические последствия, в том числе гибель людей, разрушения, ущерб для окружающей среды. Под финансовой катастрофой мы будем понимать крупное неблагоприятное событие, произошедшее в финансовом секторе или в другом секторе экономики (но, как минимум, при этом имевшее либо причины, либо последствия финансового характера). В контексте финансовых катастроф под трагическими последствиями обычно подразумеваются крупные финансовые потери, банкротства, уход с рынка, убытки, хищения активов (в том числе денежных средств), репутационные потери (в том числе компаний в целом, руководителей, рядовых сотрудников и инвесторов). Некоторые финансовые катастрофы приводили к гибели людей (в том числе самоубийствам), наносили вред здоровью, а также ущерб экологии.

Финансовые катастрофы являются реализовавшимися эндогенными рисками, которые можно было бы исключить или минимизировать, если бы конкретные люди и организации придерживались этических принципов и соблюдали законы в рамках своей деятельности.

В современных национальных экономиках финансовый сектор играет существенную роль. С одной стороны, как отмечалось ранее, консенсус в научных исследованиях заключается в том, что более эффективные, оптимальные по размеру финансовые системы приводят к более высоким темпам экономического роста. С другой стороны, значимость рисков,

связанных с функционированием финансовых институтов и рынков, также повышается (Arcand et al., 2015). В связи с проникновением финансов во все сферы жизни реализация катастроф в финансовом секторе негативно влияет на все другие секторы экономики и в целом на жизнь общества. Большинство финансовых катастроф также сопровождаются корпоративными скандалами и судебными процессами.

Однако финансовые катастрофы происходят как непосредственно в финансовом секторе, так и в других секторах экономики. При этом они обычно связаны с финансовыми нарушениями, имеют финансовые причины (например, агрессивное снижение затрат приводит к нарушениям норм охраны труда на добывающих предприятиях) либо финансовые последствия (обвал котировок акций публичных компаний, дефолты по долговым обязательствам). Следует также отметить, что любой экономический кризис сам по себе является крупной финансовой катастрофой и при этом в течение кризиса происходит много отдельных финансовых катастроф различного масштаба.

Тема «Финансовые катастрофы» — один из ключевых элементов курса «Этика и профессиональные стандарты в финансах». Исследование финансовых катастроф является обучением на чужих ошибках. Анализ финансовых катастроф позволяет понять природу этических принципов и законодательства в финансовой сфере, определить, как и почему структурированы этические и правовые нормы в финансах. Более глубокий анализ финансовых катастроф позволит также формировать предложения по совершенствованию этических принципов и законодательства при возникновении новых финансовых инструментов и продуктов. Это является важным в свете активного внедрения финансовых технологий, в частности эмиссии цифровых валют, внедрения цифровых финансовых активов, повышения доступности финансовых услуг и продуктов для населения в условиях цифровизации.

Исходя из такого определения можно выделить большое количество финансовых катастроф как в прошлые столетия, так и в современной экономике. Далее в тексте описаны и проанализированы несколько наиболее хрестоматийных финансовых катастроф и несколько новых, которые произошли в 2010-е и 2020-е гг. Приводится расширенный перечень финансовых катастроф для самостоятельного изучения.

Enron

Возможно, крах компании Enron в 2001 г. является самой известной финансовой катастрофой. Помимо многочисленных материалов в интер-

нете, про Enron был снят художественный фильм. В некотором смысле описание этой финансовой катастрофы здесь является данью традиции, но в анализ данного кейса автор постарался добавить что-то новое или, по крайней мере, расставить определенные акценты.

Многие инвесторы считали Enron одной из самых успешных компаний из отрасли энергетики. Однако результаты ее деятельности выдающимися были только на бумаге — в ее финансовой отчетности.

Посредством махинаций в отчетности и при коммуникациях с инвесторами руководство Enron не только завышало прибыль, но и скрывало риски, которым была подвержена компания. Например, у Enron были долгосрочные обязательства по поставке газа по фиксированным ценам. Фактически у Enron была короткая позиция в рыночном риске, так как при росте рыночной цены газа для выполнения контрактных обязательств Enron должна была приобретать газ по новым (возросшим) ценам, а продавать по старым (низким) ценам. Однако Enron сообщала инвесторам, что у нее нейтральная позиция в рыночном риске, так как помимо долгосрочных обязательств у нее были заключены контракты, обеспечивающие защиту от изменения закупочных цен на газ. Такие контракты действительно были, но они заключались с компаниями, которые де-факто были дочерними для Enron (однако эта информация умалчивалась, а результаты компаний не консолидировались на балансе Enron). Таким образом, в арсенале неэтичных практик Enron было перекладывание рисков на де-факто дочерние компании, не имеющие при этом какого-либо существенного собственного капитала, что равносильно попыткам вытащить себя за волосы в стиле барона Мюнхгаузена.

Кейс Enron интересен еще и тем, что совет директоров компании состоял из признанных профессионалов. В нем традиционно была высокая даже по американским меркам доля независимых директоров (доле независимых директоров уделяют внимание многие аналитики, так как считается, что они должны обеспечивать соблюдение интересов миноритарных инвесторов, в том числе владельцев обращающихся на бирже акций). Журнал *Chief Executive* включил совет директоров Enron в топ-5 лучших в 2000 г. Тем не менее такое признание не означает, что совет директоров действительно эффективно представляет интересы акционеров.

В Enron также были опубликованы стандарты корпоративной этики — нам это дает ясное понимание того, что сами по себе стандарты этики без их фактического внедрения во все аспекты деятельности организации, без формирования приверженности конкретных сотрудников этим

стандартам не дают гарантии, что в такой организации будут соблюдаться этические принципы и нормы.

Ряд журналистов и аналитиков еще в 2000 г. предупреждали, что бухгалтерский учет в Enron ведется агрессивно, причем невозможно было понять, насколько ее финансовая отчетность и, в частности, прибыль соответствовали действительному положению дел в компании. Однако общее осознание к участникам рынка пришло позднее, после публикации информации о переоценке прибыли и ряда разоблачающих статей в ноябре 2001 г. акции Enron потеряли около 99% от цены.

Крах Enron привел к началу расследования и последующим судебным процессам. Исполнительный директор Enron Джон Клиффорд Бакстер покончил жизнь самоубийством в 2002 г. Основатель Enron Кеннет Лей умер в 2006 г., незадолго до вынесения приговора. Генеральный директор Enron Джеффри Кит Скиллинг более 12 лет провел в тюрьме, освободившись только в 2019 г.; когда он находился в тюрьме, в 2011 г. его сын умер (есть версии, что от передозировки наркотиков). Финансовый директор Enron был приговорен к шести годам тюрьмы, а его жена, которая также занималась финансами в Enron, — к одному году.

Многочисленные инвесторы понесли потери, так как акции и долговые обязательства Enron обесценились.

Фактически в Enron не проводился ни внутренний, ни внешний аудит в интересах инвесторов, в частности миноритарных акционеров. Сотрудники компании Arthur Andersen, которая была аудитором Enron, не только закрывали глаза на очевидные для профессионала нарушения, но и помогали разрабатывать схемы, позволяющие исказить отчетность. В результате краха Enron компания Arthur Andersen лишилась права вести аудиторскую деятельность и была закрыта. Со временем выяснилось, что Arthur Andersen также помогала исказить отчетность и другим своим клиентам, в частности компании WorldCom.

Важно отметить, что в Arthur Andersen работало свыше 80 тыс. человек (что в 4 раза больше, чем в Enron). Финансовые катастрофы не только оборачиваются проблемами для руководителей бизнеса и инвесторов, но и приводят к трудностям для рядовых сотрудников (в рассмотренном кейсе — как Enron, так и Arthur Andersen).

Theranos

В начале 2000-х гг. Элизабет Холмс основала компанию Theranos, которая, как она утверждала, готовила революцию в сфере анализа крови.

Компания планировала продавать аппараты для сбора и анализа крови, которые бы в домашних условиях клеились как пластырь на кожу, автоматически брали каплю крови, проводили предварительный анализ и отправляли данные по беспроводной связи в дата-центр компании Theranos для их окончательной обработки и подготовки результатов для клиента. Компания привлекла около 700 млн долл. от инвесторов, а ее оценка на последнем раунде финансирования (компания была непубличной) составляла около 10 млрд долл. Элизабет Холмс была очень популярна в деловом мире, ее портреты неоднократно печатали на обложках журналов, в том числе Forbes и Fortune.

Кейс Theranos классифицируется как финансовая катастрофа не из-за того, что это провальный венчурный проект (что является нередким в этой сфере инвестиционного бизнеса), а потому что Элизабет Холмс и ее команда вводили инвесторов в заблуждение. В 2013 г., еще до краха Theranos, главный научный сотрудник этой компании Ян Гиббонс покончил жизнь самоубийством. Известно, что он критически был настроен по отношению к результатам анализов крови, которые могли проводить устройства компании Theranos, и переживал из-за того, что вынужден вводить в заблуждение инвесторов и партнеров. В 2015 г. репортер Джон Каррейра опубликовал серию разоблачений, в которой показал, что никакой действенной технологии у Theranos нет и в целом нет перспектив реализации заложенных при основании этой компании идей (о чем, справедливости ради отметим, многие ученые предупреждали и ранее). В результате расследования и судебного процесса Элизабет Холмс приговорили к 11 годам тюрьмы. Генеральный директор Theranos Рамеш «Санни» Балвани был приговорен к 12 годам тюрьмы.

WeWork

Кейс WeWork, с одной стороны, более безобидный, чем многие другие финансовые катастрофы, однако, с другой стороны, он ярко иллюстрирует, как большое количество инвесторов могут понести многомиллиардные потери. И если рассмотренный выше кейс Theranos однозначно классифицируется как финансовая катастрофа, то провести границу между тем, является ли кейс WeWork финансовой катастрофой или просто неудавшимся проектом, достаточно сложно.

Основатель сети коворкингов WeWork Адам Ньюман решил заложить идею создания пространств, где люди могли бы работать в едином сообществе, каждый при этом занимаясь своими делами и проектами.

В компанию и ее основателя поверили многие инвесторы, в том числе финансовые институты, относимые к Bulge Bracket, и вложили в совокупности несколько миллиардов долларов.

Бизнес WeWork каждый год удваивал не только прибыль, но и убыток. Адам Ньюман на презентациях любил говорить, что не важны текущие финансовые результаты, главное — что компания делает крутой продукт, а прибыль обязательно последует. Оценка компании на последнем раунде финансирования достигла 47 млрд долл., однако в 2019 г. в процессе подготовки компании к IPO широкому кругу инвесторов стало ясно, что при существовавшей на тот момент бизнес-модели компания не сможет генерировать прибыль. Отметим также, что это произошло до начала пандемии COVID-19, и сам крах WeWork не является следствием потерь от пандемии, которая сильно затронула сферу офисной недвижимости.

Одна из причин провала проекта заключается в том, что фактически бизнес WeWork не опирался на инновационные технологии и его модель легко была скопирована другими участниками рынка. С точки зрения рисков WeWork была высоко леведжирована, поскольку площади коворкингов находились в долгосрочной аренде, а сдавались они небольшими частями в краткосрочную аренду. Таким образом, чрезмерная самонадеянность основателя наряду с отсутствием устойчивых конкурентных преимуществ у бизнеса и внушаемостью инвесторов привела к краху компании и потере инвестиций.

Как можно увидеть из приведенных выше примеров, финансовые катастрофы распространены в нефинансовой сфере. Однако в контексте анализа финансовых катастроф следует заметить, что особое место занимают различные скандалы, связанные с деятельностью финансовых институтов, причем их встречается существенно больше.

Джером Кервиэль и Société Générale, а также похожие финансовые катастрофы

В 2008 г. стало известно, что трейдер банка Société Générale Джером Кервиэль принес банку убыток в размере около 7,6 млрд долл. По официальной версии, это произошло из-за того, что в течение двух лет Джером Кервиэль занимался неавторизованными транзакциями и превысил свои торговые лимиты на несколько порядков.

Существуют разные точки зрения на причины произошедшего, однако с высокой вероятностью эти события не являются мошенничеством с целью украсть деньги у Société Générale. Джером Кервиэль,

один раз потеряв деньги на сделках и решив, что его могут лишить бонуса, «сыграл в удвоение», еще увеличив риски. Снова получив убыток по открытым позициям, он опять решил отыграться и удвоил ставки. Эта ситуация продолжала повторяться, и, когда Джером Кервиэль начал совершать сделки за пределами своих лимитов, он умело скрывал масштаб потерь за счет открытия фиктивных позиций, отказа от отпусков (в течение которых коллегам стали бы известны его потери). Когда убытки составляли миллионы долларов — огромные суммы для самого Джерома Кервиэля, но незаметные в масштабах всего банка, он исходил из желания вернуть убытки, хотя закрыть позиции в тот момент было бы тяжелым, но правильным решением.

До того как стать трейдером, Джером Кервиэль работал в подразделении, которое оформляло сделки и вело контроль открытых позиций трейдеров. В том числе знание принципов работы этого подразделения позволило ему скрывать свои открытые позиции в течение длительного времени. В результате потери составили около 7,6 млрд долл., т.е. примерно 10% от капитализации всего банка *Société Générale* на тот момент. Учитывая экспоненциальный рост риска, транзакции Джерома Кервиэля могли бы привести к краху всего банка.

Сам Джером Кервиэль утверждал, что руководство было в курсе его рискованных торговых операций с превышением допустимых лимитов риска и одобряло их до тех пор, пока он генерировал прибыль. А когда его торговые стратегии перестали быть источником прибыли для банка и бонусов для руководителей, его решили сделать крайним.

В результате расследования и судебного процесса Джером Кервиэль изначально был приговорен к пяти годам тюрьмы и штрафу в размере, соответствующем причиненным убыткам. Однако в итоге он провел в заключении менее года, а штраф был отменен.

К сожалению, подобное событие не единственное. В 1995 г. убыток по торговым операциям Ника Лисона составил 1,3 млрд долл., что вдвое превышало капитал *Barings Bank*, в результате банк был продан за символическую сумму в 1 долл. В 2011 г. из-за несанкционированных операций трейдера Квеку Адоболи банк *UBS* понес убытки в размере 2,5 млрд долл., что не нарушило финансовую стабильность банка, но послужило причиной сильного падения котировок его акций. В целом описанные события — свидетельства непрофессионализма не только конкретных трейдеров, но и руководителей, которые несут ответственность за организацию и осуществление внутреннего контроля и риск-менеджмента.

Отзывы лицензий и санации в банковской системе России

В 2014–2018 гг. Банк России отозвал около 400 лицензий у коммерческих банков. Многие банки, в том числе крупные, сохранили лицензии, однако прошли процедуру санации. Фактически отзыв лицензии у каждого банка — это отдельная финансовая катастрофа.

Основной для коммерческих банков является кредитно-депозитная деятельность, в рамках которой банки генерируют чистый процентный доход (разница между процентными доходами и процентными расходами), который нужен для финансирования заработной платы сотрудников, общих расходов, в редких случаях — для покрытия убытков, а также для формирования прибыли и последующих выплат дивидендов акционерам либо увеличения капитала коммерческого банка. При правильной бизнес-модели банки стремятся к тому, чтобы клиенты осуществляли свои платежные операции через открытие в них расчетных счетов, так как это не только генерирует доходы от расчетно-кассового обслуживания, но и формирует для банков дешевые пассивы (Грищенко и др., 2021). Банки также получают дополнительные доходы от многих других операций своих клиентов. Однако такой паттерн деятельности был искажен у многих лишившихся лицензии банков. Во-первых, зачастую коммерческие банки привлекали депозиты населения и средства организаций, а потом в нарушение требований выводили эти денежные средства в интересах своих бенефициаров (официальных и неофициальных владельцев и контролирующих лиц). Это могли быть сравнительно безобидные (но при этом незаконные и неэтичные) операции, например кредитование реально существующего бизнеса, аффилированного с собственником банка (с превышением допустимых лимитов и утаиванием факта аффилированности). Но зачастую встречался вывод денег из банков через кредиты фирмам-однодневкам, вывод денег в офшоры. В ряде случаев деньги выводились просто через оплату дорогостоящих предметов роскоши корпоративными банковскими картами.

Помимо вывода денег банки часто зарабатывали на обналичивании денежных средств. Спрос на обналичивание денежных средств со стороны нефинансовых компаний формировался по двум причинам. Во-первых, многие компании таким образом осуществляли незаконную оптимизацию налогообложения для нефинансовых компаний. Во-вторых, у таких компаний могли быть расходы, как правило, незаконные, в наличной форме (зарплата «в конвертах», оплата услуг подрядчиков (которые, в свою очередь, берут оплату в наличной, а не безналичной форме),

приобретение контрафактной продукции без документов, оплата взяток и т.д.). Обналичивание денежных средств осуществлялось, в частности, следующим образом. Компания выплачивала фирме-однодневке деньги по фиктивному договору (фиктивное оказание услуг, поставка несуществующей продукции). Затем деньги из фирмы-однодневки выводились и за вычетом комиссии за оказание незаконных услуг по обналичиванию передавались бенефициарам этой компании. В результате достигалась незаконная экономия на налоге на добавленную стоимость, налоге на прибыль, налоге на дивиденды, а компания неофициально платила за это сравнительно небольшую комиссию банкирам, которые занимались обналичиванием. Без участия коммерческих банков в крупных масштабах было крайне сложно проводить такие операции, так как банки могли бы замечать подозрительные операции по счетам фирм-однодневок.

Таким образом, отзыв лицензий банков часто происходил в связи с незаконной и неэтичной деятельностью по выводу средств вкладчиков из банка и по обналичиванию денежных средств. В контексте финансовых катастроф, связанных с отзывами лицензий, важно отметить, что участники получали краткосрочные незаконные выгоды. Однако в конечном итоге это приводило к отзывам лицензий у банков, потере работы рядовыми сотрудниками, потерям для государства. Многие вкладчики (физлица со средствами в банке в размере, превышающем гарантированные государством 1,4 млн руб.) и организации теряли свои деньги. На многих сотрудников банков, состоявших в кредитных комитетах и ставивших свои подписи на документах, была возложена субсидиарная ответственность, либо с них были взысканы причиненные убытки. Для должника проблема таких видов юридической ответственности заключается в том, что этот долг не имеет срока давности и не может быть урегулирован даже при личном банкротстве. При этом в случаях, когда бенефициары банка успевали скрыть свои активы и покинуть страну, в связи с солидарным характером ответственности те наемные менеджеры, которые входили в кредитные комитеты, советы директоров и другие коллегиальные органы и ставили свои подписи, голосуя за принятие решений, которые повлекли убытки, теперь несут полную ответственность за весь причиненный ущерб.

Валютная ипотека

Еще одним примером финансовых катастроф является кейс с валютной ипотекой, который реализовался в 2014 г. Процентные ставки по ру-

блевой ипотеке в начале 2010-х гг. составляли около 12–14%. В результате, при размере ипотечного кредита в размере около 5 млн руб. ежемесячный платеж по 20-летнему ипотечному кредиту составлял 55–65 тыс. руб.¹, что превышало медианную зарплату и было очень существенной суммой для большинства домохозяйств.

При этом начиная с 1999 г. курс рубля к доллару был стабилен. В то же время в долларах банки имели возможность выдавать кредиты под ставки 6–8%, что при аналогичном размере кредита означало ежемесячные платежи в размере 35–40 тыс. руб. Почти двукратная экономия (точнее — около 40% относительно платежей по рублевой ипотеке) выглядела для заемщиков очень привлекательной. Более того, при небольших колебаниях курса доллара валютная ипотека все равно оставалась намного выгоднее, чем ипотека в рублях. Для коммерческих банков выдача валютной ипотеки позволяла получать чистый процентный доход на кредитно-депозитных спредах, а для застройщиков валютная ипотека создавала платежеспособный спрос на жилую недвижимость. Однако это не было win-win стратегией, так, как несмотря на низкие платежи, заемщики (а на самом деле и банкиры) несли валютные риски, которые реализовались в 2014 г. В результате обесценения рубля у многих заемщиков величина долга существенно превысила рыночную стоимость квартир, для приобретения которых была оформлена валютная ипотека. В результате это оказалось проблемой не только для заемщиков, но и для банков и государства ввиду роста социальной напряженности. Вероятно, что, анализируя риски, банкиры ориентировались на краткосрочные финансовые показатели, а в качестве рисков сценариев рассматривали 10–15%-ное обесценение рубля. Считалось, что в худшем случае валютная ипотека по своим платежам могла бы сравняться с рублевой. Риск двукратного обесценения рубля игнорировался или не рассматривался ни банкирами, ни заемщиками.

В результате реализация валютных рисков привела к большим финансовым и репутационным потерям. Выросла социальная напряженность, так как люди столкнулись и с рисками потери жилья, и с рисками ока-

¹ Здесь и далее рассчитано в иллюстративных целях на основе формулы приведенной стоимости ренты для упрощенного случая с одним платежом в год и одним начисле-

нием процентов в год. $R = D \cdot \frac{i}{1 - (1 + i)^{-n}}$, где R — ежегодный размер платежа по ипо-

течному кредиту; D — начальный размер ипотечного кредита; i — процентная ставка по ипотечному кредиту; n — первоначальный срок погашения ипотечного кредита. Ежемесячный платеж рассчитан как 1/12 от годового платежа.

заться в «долговой яме». Недвижимость всегда воспринималась как синоним надежности, однако в этом случае она стала синонимом реализовавшихся рисков. Этот кейс негативно отразился на развитии экономики, так как доверие к платежным средствам, финансовым инструментам и финансовым институтам является ключевым фактором для построения эффективной финансовой системы.

Банкротство Silicon Valley Bank (SVB)

Не всегда уход банков с рынка связан с сознательными нарушениями этических стандартов, в ряде случаев это вызвано и ошибками в риск-менеджменте. С 2008 по 2022 г. в США была эпоха низких процентных ставок. С одной стороны, коммерческие банки вне зависимости от среднего уровня процентных ставок получают положительный кредитно-депозитный спред. Однако, с другой стороны, банки часто подвержены процентному риску. Например, почти все пассивы банков де-факто являются краткосрочными, и при росте процентных ставок банк вынужден по более высоким депозитным ставкам привлекать финансовые ресурсы. И если в период низких процентных ставок банк выдал долгосрочный кредит с фиксированной ставкой, то при росте ставок для банка реализуется процентный риск.

Банкам хорошо известны эти риски, и они, как правило, устраняют или контролируют их в рамках системы управления активами и пассивами (Asset and liability management, ALM). Однако в связи с ростом инфляции многие страны стали повышать процентные ставки начиная со второй половины 2022 г. В ряде банков система риск-менеджмента, разработанная в период низких ставок, дала сбой в период количественного ужесточения (Мерекина, Мевлютов, 2024). На фоне роста процентных ставок в США многие банки столкнулись с серьезными трудностями, так как де-факто они не были защищены от процентного риска. В частности, в своей отчетности SVB и раньше указывал, что на нем негативно отразится рост ставок — возрастет количество дефолтов заемщиков, придется привлекать вклады по новым ставкам, а процентные доходы сильно не вырастут. Но главная причина заключается в том, что около половины активов SVB приходилось на портфель долгосрочных облигаций, и по причине высокой дюрации стоимость этого портфеля рухнула при росте процентных ставок.

Рассмотренные выше примеры касались коммерческих банков. Однако важно отметить, что финансовые катастрофы происходили со многими небанковскими финансовыми институтами. Например, в России

были отозваны лицензии у многих страховых компаний, через которые, как оказалось, также выводились собранные от населения и организаций страховые премии. В списке финансовых катастроф приводится в пример ряд таких кейсов. В мире криптовалют очень часто можно наблюдать неэтичное поведение, в связи с чем рассмотрение финансовых катастроф было бы неполным без анализа кейсов в этой сфере.

FTX

В мире криптовалют широко распространены мошенничество и нарушение этических принципов. Существуют многочисленные примеры пирамид, которые позиционировали себя как инновационные крипто-проекты. Спрос на многие криптовалюты напоминает тюльпановую лихорадку XVII столетия, когда участники рынка ожидают их роста просто потому, что они росли в прошлом периоде. В этом пособии принято решение описать одну, возможно, самую крупную финансовую катастрофу в данной сфере — крах FTX. Однако причина этого выбора заключается не только в масштабе, важно, что речь идет не о конкретном криптопроекте, а о крахе инфраструктурного проекта — криптовалютной биржи.

Биржа криптовалют FTX была основана Сэмом Бэнкманом-Фридом в 2019 г. Он активно работал над своим образом молодого эксцентричного гения, формируя его в СМИ и соцсетях, затрачивая на это крупные суммы денег.

В 2022 г. стало известно, что существенная часть средств клиентов FTX была выведена на другую компанию Сэма Бэнкмана-Фрида — Alameda Research. Имеющихся активов FTX (не считая фактически не обеспеченных токенизированных обязательств Alameda Research) не хватило для исполнения обязательств перед клиентами FTX. В процессе расследования выяснилось, что FTX не вела должным образом учет, не контролировала расходы, многие из которых направлялись на личное потребление руководства компании.

В результате проведенного расследования и судебного процесса в 2024 г. Сэм Бэнкман-Фрид был приговорен к 25-летнему тюремному сроку. Интересным фактом является то, что конкурсным управляющим при банкротстве FTX назначен Джон Джей Рэй III, который занимался реструктуризацией долгов Enron.

Выше были рассмотрены финансовые катастрофы, происходившие в разных секторах экономики, в разных странах и в разные периоды времени. На основе проведенного анализа можно сделать следующие выводы о финансовых катастрофах.

- К финансовым катастрофам, как правило, ведет незетичное поведение или ошибки со стороны целого ряда сотрудников. Финансовые катастрофы в большинстве случаев происходят, когда сразу ряд сотрудников нарушают этические стандарты. Это заставляет задуматься о значимости корпоративной культуры и приверженности этическим принципам каждого сотрудника, а также о важности эффективной организации внутреннего контроля, комплаенса и аудита.
- В краткосрочной перспективе выгоды от финансовых катастроф получают прежде всего те, кто нарушает этические стандарты. Как правило, это материальная выгода (рост прибыли, привлечение средств инвесторов, бонусы и т.п.), но также бывает и «удовольствие» от чувства собственной значимости или от участия в травле кого-то из коллег. В долгосрочной перспективе финансовые катастрофы не выгодны никому (инвесторы терпят убытки, компании уходят с рынка или теряют свои позиции, в целом уровень доверия в финансовой системе снижается).
- Не следует безапелляционно верить обложкам журналов и рейтингам — в них не раз попадали нарушители стандартов этики.
- Если речь идет о технологических проектах, то полезно прислушиваться к мнению ученых в соответствующей области, так как они могут критически отнестись потенциалу идей и возможностям их реализации.

Далее приводится список финансовых катастроф, информацию о которых легко можно найти в интернете. Автор не претендует на полноту этого списка, более того, он не включает многие уже произошедшие финансовые катастрофы. Тем не менее полезно ознакомиться со всеми или частью упомянутых финансовых катастроф, причем в процессе важно анализировать, что привело к этим катастрофам, как их можно было избежать (в том числе за счет соблюдения и совершенствования стандартов этики, правильной организации риск-менеджмента, внутреннего контроля и комплаенса, а также за счет правового регулирования):

- American Waste Management Corporation, 1992—1997;
- CITIC Pacific, 2008;
- Continental Illinois Bank, 1984;
- Finiko, 2020—2021;
- Lehman Brothers, 2008;
- Luckin Coffee, 2020;
- Mt.Gox, 2020;
- Parmalat, 2003—2005;

- PlusToken, 2018–2019;
- Porsche, 2009;
- Sumitomo и «медный» скандал, 1989–1995;
- Terra USD и Terra Luna, 2022;
- Tyco inc., 2000–2002;
- Volkswagen, Porsche, 2005–2009;
- Wells Fargo, 2016;
- Wirecard, 2019–2020;
- WorldCom, 2002;
- Дизельгейт, 2015;
- Кэшбэри, 2018;
- Схема Понци, 1919;
- МММ, 1989–1994, 2011–2012;
- Фонд Гафарова, 2019;
- Фонд Мэдоффа, 2008.

В будущем количество и масштаб финансовых катастроф будут зависеть от профессионализма и приверженности этическим ценностям специалистов в области финансов. Далее в пособии рассматриваются этические стандарты в финансах. В процессе анализа таких стандартов легко увидеть, что многие из них нацелены на предотвращение финансовых катастроф.

ГЛАВА 2

СТАНДАРТЫ ЭТИКИ В ФИНАНСАХ

Эта глава посвящена описанию и анализу стандартов этики на примере Кодекса этики и профессионального поведения, разработанного и опубликованного Институтом CFA. Эти стандарты в первую очередь адресованы портфельным управляющим и финансовым аналитикам, но также будут полезны всем специалистам в области финансов.

Этические принципы можно разделить на общечеловеческие и специальные, т.е. относящиеся к конкретной профессии. Профессионализм в любой сфере деятельности подразумевает следование и общечеловеческим, и характерным для каждой профессии этическим ценностям. Поэтому в профессиональных стандартах для любой профессии имеется много общего, но специфика различается в зависимости от того, какие принципы являются наиболее важными для той или иной профессии. Именно поэтому в кодексе этики финансистов существуют стандарты, регламентирующие торговлю на инсайдерской информации, а в кодексе этики пилотов или медицинских работников таких стандартов нет. Стандарты этики для разных сфер деятельности в финансах могут также различаться в связи со спецификой работы, например, стандарты этики аудиторов несколько отличаются от стандартов этики страховщиков. Однако в целом профессиональные стандарты для различных финансовых профессий имеют много общего.

Стандарты этики Института CFA разделены на семь частей. Первый стандарт ближе к общей этике. Следующие стандарты затрагивают специальные для финансовой профессии части.

Ссылка на англоязычную версию (недоступна в ряде регионов): <https://www.cfainstitute.org/en/ethics/codes/code-of-ethics-standards-of-conduct-guidance>



Ссылка на русскоязычный перевод, который рекомендован Банком России и был осуществлен при участии Ассоциации CFA (Россия): https://cbr.ru/StaticHtml/File/59420/20191217_in_06_39-93.pdf



По указанным ссылкам приведены не только сами стандарты, но и обширные комментарии к ним, рекомендации по соответствию стандартам, описание лучших практик следования стандартам, разбор практических кейсов.

Отдельно отметим, что рекомендации направлены как непосредственно аналитикам и специалистам в области финансов, так и организациям (и лицам, ответственным за имплементацию стандартов этики, внутреннего контроля и комплаенса в финансовых организациях). Таким образом, в стандартах этики закрепляется требование к финансовым организациям создать корпоративную культуру, в которой будут сформированы благоприятные условия для соблюдения сотрудниками стандартов этики. Неудачи в формировании такой среды в ряде случаев сами по себе являются нарушениями этики со стороны ответственных за это лиц. В частности, если в организации не предусмотрена и не организована система репортинга о нарушениях этики другими сотрудниками, если система вознаграждения сотрудников мотивирует их на принятие неэтичных решений, то это является нарушением стандартов со стороны лиц, ответственных за соблюдение этических принципов на уровне всей организации.

Отдельное внимание к рекомендациям для организаций не случайно. Если финансовый аналитик, который привержен этическим ценностям, попадает в компанию, где не соблюдаются стандарты этики, то он оказывается в ситуации «один в поле не воин». Напротив, когда этическим стандартам привержены и отдельные сотрудники, и сам работодатель (в том числе руководство), то происходит внедрение этики в корпоративную культуру и в целом в деятельность финансового института, и «сверху вниз», и «снизу вверх».

Для отдельных сотрудников, если они сталкиваются с явным или потенциальным нарушением этики в финансовых организациях и при этом репортинг или стандартные меры не работают, тоже есть ряд рекомендаций. Обычно они основаны на принципе «самоотстраняйся от неэтичных активностей» (*dissociate from unethical activities*). Этот принцип может реализовываться в разной степени. Например, если руководитель аналитика, который занимается оценкой стоимости акций публичной

компании, необоснованно настаивает на изменении предпосылок модели, что в итоге приводит к изменению рекомендации, аналитик может потребовать убрать свое имя с отчета об оценке стоимости. Другой вариант — попробовать перейти на другое направление работы или в другое подразделение (в рамках своей специальности). Есть более жесткие формы самоотстранения, включая увольнение. На уровне отдельного специалиста в области финансов принцип самоотстранения служит способом следовать стандартам этики даже в условиях, когда внешняя среда является неэтичной. На уровне финансового сектора в целом массовое применение принципа самоотстранения делает сложной масштабную реализацию неэтичных практик со стороны работодателя, так как все будут избегать участия в неэтичных практиках.

В настоящем учебном пособии кратко дублируются стандарты, а также разбирается их связь с рядом теоретических концепций и современными практическими проблемами в финансах.

Стандарты профессионального поведения¹

I. ПРОФЕССИОНАЛИЗМ.

- A. Знание законодательства.
- B. Независимость и объективность.
- C. Введение в заблуждение.
- D. Неправомерное поведение.

II. ДОБРОПОРЯДОЧНОСТЬ НА РЫНКАХ КАПИТАЛА.

- A. Существенная непубличная информация.
- B. Манипулирование рынком.

III. ОБЯЗАННОСТИ ПО ОТНОШЕНИЮ К КЛИЕНТАМ.

- A. Лояльность, осмотрительность и осторожность.
- B. Справедливость в отношениях с клиентами.
- C. Уместность.
- D. Представление результатов.
- E. Обеспечение конфиденциальности.

IV. ОБЯЗАННОСТИ ПО ОТНОШЕНИЮ К РАБОТОДАТЕЛЯМ.

- A. Лояльность.

¹ https://cbr.ru/StaticHtml/File/59420/20191217_in_06_39-93.pdf

- В. Получение дополнительного вознаграждения.
- С. Обязанности руководителей.

V. ИНВЕСТИЦИОННЫЙ АНАЛИЗ, РЕКОМЕНДАЦИИ И ДЕЙСТВИЯ.

- А. Тщательная проверка и обоснованность решений.
- В. Предоставление информации клиентам и потенциальным клиентам.
- С. Ведение и сохранение документации.

VI. КОНФЛИКТ ИНТЕРЕСОВ.

- А. Раскрытие наличия конфликта.
- В. Приоритет инвестиционных операций.
- С. Вознаграждение за рекомендации.

Дополнительно Институт CFA устанавливает VII стандарт, который относится к обязанностям держателей сертификата CFA и кандидатам, которые сдают или планируют сдавать экзамены CFA.

Далее приводятся комментарии к некоторым стандартам. При этом читателям рекомендуется изучить текст стандартов и разбор кейсов, приведенные по указанным выше ссылкам.

В стандарте I(A) «Знание законодательства» отмечается, что специалисты в области финансов должны знать все применимые законы, нормы и правила. Этот же стандарт обязывает финансовые организации обеспечивать своих сотрудников правовой информацией, в том числе при обновлении правовых норм, а также обеспечивать сотрудников юридическими консультациями в случае потребности.

В каждом стандарте отдельно прописываются рекомендуемые процедуры для соблюдения его требований. И у этих рекомендаций есть два адресата — непосредственно сотрудники и фирмы (в лице сотрудников, ответственных за внутренний контроль и внедрение стандартов этики во всей организации). В связи с этим рядовые сотрудники обязаны знать все применимые законы и требования, но и руководство компании (или профильные подразделения) должно обеспечить получение соответствующей информации сотрудниками.

Часто возникает вопрос — зачем нужны стандарты этики, если нормы и запреты можно предусмотреть в законодательстве? Важно отметить, что стандарты этики и законы не противопоставляются, а дополняют друг друга. Освещение одних и тех же проблем как в нормативных документах, так и в стандартах этики позволяет минимизи-

ровать риски нарушения норм и стандартов, которые могут привести к финансовым катастрофам и нарушению финансовой стабильности на уровне отдельного финансового института или на уровне всей финансовой системы. Этические нормы во многом обращены непосредственно к человеку, и если в ряде случаев законодательные требования можно обойти незаметно для коллег, работодателя и регулятора (по крайней мере в краткосрочной перспективе), то оставаться честным перед самим собой, нарушая требования этики, невозможно. Правовое регулирование может не успевать за новыми финансовыми технологиями в быстро меняющемся мире, в таких случаях полезным будет принятие решений на основе этических норм. При этом одно из требований этики заключается в том, что профессионалы в области финансов должны соблюдать более строгое из имеющихся требований — этическое или правовое.

Стандарт I(B) «Независимость и объективность» предусматривает необходимость обеспечения объективности и независимости мнения финансистов. Например, специалисты в области оценки акций должны принимать решения исключительно на основе обоснованного анализа, и их результаты не должны подвергаться давлению ни со стороны руководства, ни со стороны заказчиков. Здесь важно отметить, что руководитель имеет право проверять качество работы аналитика и вести дискуссию с аналитиком применительно к предпосылкам, используемым при оценке, и к содержанию анализа в целом. Однако в данном случае важно разделять рабочие дискуссии и прямое указание получить необходимый результат вне зависимости от результатов анализа.

В стандарте I(B) установлены, как и обычно, требования и к отдельным сотрудникам (например, к equity-аналитикам), и к работодателю. Работодатель должен обеспечить независимость сотрудников посредством ряда процедур, в частности, у сотрудника должна быть возможность напрямую сообщить комплаенс-менеджеру, если на него оказывается давление. Хорошей и распространенной практикой является публикация в отчетах об оценке акций описательных статистик по доле рекомендаций «покупать», «держат» и «продавать». Особенно это важно в контексте того, что конкретный финансовый институт может проводить независимую оценку акций некоторой публичной компании и при этом вести с ней бизнес, например оказывать консультационные услуги или организовывать выпуск облигаций. Обычно используется следующий паттерн для раскрытия информации о долях рекомендаций (табл. 1).

Таблица 1

Пример раскрытия информации о рекомендациях «покупать», «держать» и «продавать» в отчетах об оценке акций (%)

	Доля рекомендаций «покупать»	Доля рекомендаций «держать»	Доля рекомендаций «продавать»
В целом по всем акциям	43	40	17
По акциям компаний, с которыми ведется бизнес	46	32	22

Источник: составлено автором с использованием модельных чисел в целях иллюстрации.

Как видно из условного примера, доля рекомендаций «покупать» в подвыборке из компаний, с которыми ведется общий бизнес, примерно равна доле рекомендаций «покупать» в целом из всех исследуемых акций. Исходя из такого соотношения можно сделать вывод, что скорее всего каждая конкретная рекомендация «покупать» является независимым мнением аналитика и не связана с тем, что его компания-работодатель сотрудничает с оцениваемой компанией по одному или ряду бизнес-направлений.

Стандарт I(C) «Введение в заблуждение» предписывает в ясной и недвусмысленной форме доносить информацию до участников рынка капитала. Любое сознательное искажение (а в ряде случаев — нераскрытие) информации является нарушением этики. Непреднамеренные ошибки не выступают нарушением стандартов этики (хотя при этом иногда они бывают очень болезненными), однако при их выявлении необходимо их исправить и уведомить об этом получателей информации. При этом важно разделять искажение информации и стилистику текста или презентации. Например, в отчетах об оценке акций принято в случае рекомендации «покупать» писать текст в позитивном ключе, а в случае рекомендации «продавать» — в пессимистичной тональности. Такая стилистика не является нарушением этики.

Стандарт I(D) «Неправомерное поведение» включает как неэтичное поведение непосредственно на работе, так и нарушения этики за ее пределами. С одной стороны, финансисты не должны бросить тень на свою профессию вне работы. В связи с этим, например, агрессивное поведение по отношению к другим людям как на работе, так и вне работы является нарушением стандарта I(D). С другой стороны, следование личным убеждениям в большинстве случаев не является нарушением этических стандартов.

В главе 3 «Этика делового общения» дополнительно рассматривается ряд вопросов, посвященных коммуникациям с коллегами.

В стандарте II «Добропорядочность на рынках капитала» особое внимание уделено проблеме существенной непубличной информации (material nonpublic information) и проблеме манипулирования рынками капитала (market manipulation).

Разберем термин «существенная непубличная информация». Существенность означает, что учет этой информации может привести к изменению оценки стоимости финансового инструмента либо к изменению его инвестиционных характеристик. Критерий существенности может быть проиллюстрирован на следующем примере. В соответствии с моделью дисконтированных денежных потоков внутренняя стоимость акции равна

$$V = \frac{CF_1}{1+i} + \frac{CF_2}{(1+i)^2} + \frac{CF_3}{(1+i)^3} + \dots + \frac{CF_n}{(1+i)^n} \dots,$$

где V — внутренняя стоимость;

CF_n — денежный поток;

n — номер периода;

i — ставка дисконтирования.

Если поступление информации приведет к пересмотру любого из денежных потоков, в том числе к пересмотру темпов роста денежных потоков, либо ставки дисконтирования, то это означает существенность информации. Например, существенной является информация о будущих объемах продаж, финансовой отчетности, маржинальности продаж, кадровых изменениях в руководстве компании, возможных забастовках, проблемах с ключевыми поставщиками или клиентами. Если информация снижает или создает неопределенность, но при этом не изменяет величину ожидаемого денежного потока, она также является существенной, так как эта информация оказывает влияние на ставку дисконтирования.

Непубличность означает, что информация не была опубликована, т.е. сделана доступной для широкого круга пользователей. При этом информация может быть опубликована как на общедоступных бесплатных ресурсах, так и на ресурсах, доступ к которым осуществляется на платной основе, — в любом случае после такой публикации информация перестает считаться непубличной. При этом существует широкий перечень сведений, которые публичные компании должны публиковать на от-

крытых бесплатных ресурсах со свободным доступом для всех заинтересованных лиц.

Наличие существенной непубличной информации представляет собой важную проблему с точки зрения организации публичных рынков капитала. Показать это можно через призму гипотезы эффективных рынков. Выделяются три формы рыночной эффективности, и соответственно, рынок может находиться в одном из четырех состояний:

- неэффективный рынок;
- слабая форма эффективности;
- средняя (полусильная) форма эффективности;
- сильная форма эффективности.

Чтобы пояснить смысл гипотезы рыночной эффективности применительно к стандартам этики, сначала определим понятие сверхдоходности и разберемся, что означает «обыграть рынок». В финансах взаимосвязаны доходность и риск. Экономические агенты в нормальных условиях являются не склонными к риску (*risk-averse*). Существуют разные определения как самого понятия риска, так и несклонности к риску, но в рамках изучения этических стандартов достаточно исходить из того, что не склонный к риску экономический агент из двух инвестиционных альтернатив с одинаковой доходностью и разным уровнем риска выберет ту, у которой риск меньше. Конечно, в ряде случаев экономические агенты ведут себя как склонные к риску, в частности игра в казино, ставки на спорт — примеры такого поведения. В ряде случаев экономические агенты ведут себя как склонные к риску, сталкиваясь с возможностью убытков. Однако в целом предполагается, что инвесторы демонстрируют не склонное к риску поведение.

Итак, поскольку экономические агенты не склонны к риску, то более рискованные инвестиции должны быть более доходными. Этот принцип важен, когда мы хотим сравнить инвестиционные результаты двух инвестиционных альтернатив и ввести понятие «сверхдоходность».

Только на основе доходности (реализованной или ожидаемой, без проведения корректировок) мы можем сравнивать инвестиционные альтернативы с одинаковым уровнем риска. Пример: инвестор приобрел две акции с одинаковым уровнем риска. Если первая акция принесла доходность в размере 25%, а вторая — только 20%¹, то инве-

¹ Акции приносят владельцам два источника доходности — дивидендную доходность и рост стоимости акций. Здесь и далее мы говорим о полной доходности акции, которая является суммой дивидендной доходности и доходности от роста стоимости акций.

стиционные результаты от вложения в первую акцию оказались более высокими. Отметим, что под доходностью мы понимаем полную доходность финансового актива, которая включает прирост его цены за период и текущую доходность (например, источником которой являются дивиденды для акций и купоны для облигаций).

Если мы сравниваем две инвестиционные альтернативы с разным уровнем риска, то необходимо также делать корректировки на риск. Исходя из предыдущего примера, если вторая акция была бы существенно менее рискованной, чем первая, то, возможно, 20%-ная доходность по такой акции — это более хороший результат, чем 25% по первой акции.

Соответственно, чтобы формализовать сравнение доходностей двух активов, нужна модель справедливого ценообразования активов. Далее приведен пример на основе модели CAPM¹, разработанной Уильямом Шарпом и независимо от него Джоном Линтнером и Яном Моссином. В соответствии с этой моделью требуемая доходность любого актива зависит от трех параметров — безрисковой доходности (i_A), премии за рыночный риск (ERP) и коэффициента бета актива (β_A):

$$i_A = i_f + \beta_A \cdot ERP.$$

Безрисковая доходность и премия за рыночный риск являются общими для всего рынка капитала (отметим, что возможны анализ и расширение модели CAPM для гетерогенных инвесторов, для которых, в частности, доступны разные безрисковые ставки)². Премия за рыночный риск рассчитывается как разница между рыночной доходностью (i_M) и безрисковой доходностью³ $ERP = i_M - i_f$. Следовательно, единствен-

¹ Отметим, что модель CAPM не является единственной моделью, которая объясняет различия в ожидаемых доходностях активов с учетом рисков. В частности, аналогичные рассуждения могут быть основаны на любой из вариаций моделей Фамы — Френча.

² Существуют более точные модели оценки ожидаемой доходности акций, в частности многофакторные модели Фамы и Френча и их вариации. Все отмеченное ниже является применимым и для таких моделей доходности.

³ Безрисковая доходность определяется обычно как бескупонная доходность к погашению долгосрочных государственных облигаций и может принимать значения как близкие к 0, так и более 15% (например, в России период высоких процентных ставок в 2024 г.). Премия за рыночный риск равна около 4,5–5,0% на развитых рынках капитала. На развивающихся рынках капитала она может в кризисные периоды составлять около 10%. При этом в ряде исследований рассматривается так называемая загадка премии за рыночный риск, в соответствии с которой такая премия должна принимать значения не более 1%.

ным параметром, специфическим для актива, является его коэффициент бета¹, который отражает его систематический риск.

Если мы используем при расчетах ожидаемую рыночную доходность, то в результате получим справедливую с точки зрения вознаграждения за риск ожидаемую доходность актива. Если мы используем историческую рыночную доходность, то в результате получим справедливую с точки зрения вознаграждения за риск историческую доходность актива.

Немного видоизменим и дополним предыдущий пример: доходность первой акции составила 25%, ее коэффициент бета равен 2. Доходность второй акции составила 20%, ее коэффициент бета равен 0,7. Безрисковая доходность равна 8%, реализованная премия за рыночный риск составила 10%. В этом случае первая акция должна была бы принести доходность:

$$i_1 = 8\% + 2 \cdot 10\% = 28\%.$$

Вторая акция должна была бы принести следующую доходность:

$$i_2 = 8\% + 0,7 \cdot 10\% = 15\%.$$

Исходя из этих результатов можно сделать ряд выводов:

- несмотря на то что доходность в размере 25% может выглядеть высокой, первая акция должна была бы в таких рыночных условиях принести 28%, поэтому на основе нашей модели мы считаем, что ее сверхдоходность оказалась отрицательной и равной -3% ;
- вторая акция принесла 20%, но в сложившихся рыночных условиях она должна была принести только 15% в соответствии с нашей моделью. Следовательно, сверхдоходность второй акции оказалась положительной и равной 5% ;
- поскольку сверхдоходность второй акции больше сверхдоходности первой акции, то мы можем сказать, что инвестиция во вторую акцию оказалась более успешной, чем инвестиция в первую акцию.

В связи с отмеченным выше только если инвестор устойчиво получает положительную сверхдоходность на вложенный капитал, то можно говорить, что он «обыгрывает рынок».

¹ Для рынка в целом этот коэффициент равен 1, для наименее рискованных компаний с низким уровнем долга и устойчивой к кризисам бизнес-моделью коэффициент бета равен около 0,5, для компаний с высоким долгом и цикличной выручкой коэффициент может быть более 2.

Далее рассуждения о гипотезе рыночной эффективности будут строиться исходя из сформулированного нами понятия сверхдоходности.

Таблица 2

Возможные состояния рынка капитала с точки зрения гипотезы эффективных рынков

Эффективность	Отсутствует	Слабая	Полусильная	Сильная
Признаки	Возможно получить сверхдоходность на основе информации об исторической динамике цен финансового актива	Невозможно получить сверхдоходность на основе информации о динамике цен финансового актива	Невозможно получить сверхдоходность на основе фундаментального анализа с учетом всей доступной публичной информации на текущий момент	Невозможно получить сверхдоходность даже на основе существенной непубличной информации
Связь с этикой и профессиональной деятельностью в финансах	Может формироваться на небольших рынках, которые не интересны профессиональным игрокам из-за ограниченного объема	Крупные финансовые институты с сильными командами квантов и с высокими вычислительными мощностями имеют преимущество перед частными инвесторами, которые занимаются торговлей на финансовом рынке	Деятельность аудиторов, аналитиков и профессионалов в области финансов приводит к тому, что рынок стремится к полусильной форме эффективности. Иногда не наблюдается для акций малых и средних компаний, так как аналитики не уделяют им достаточного внимания	Этические принципы, касающиеся оборота и раскрытия существенной непубличной информации, нацелены на то, чтобы возможности для получения сверхдоходности на основе существенной непубличной информации не были использованы участниками рынка (и, следовательно, рынок не приходил бы к эффективности в сильной форме)

Источник: составлено автором.

Как видно из табл. 2, рынок приходит к полусильной форме эффективности вследствие деятельности широкого круга участников, в том числе профессиональных финансовых аналитиков, аудиторов, управляющих активами.

Эффективность рынка важна в том числе потому, что когда текущие рыночные цены отражают внутреннюю стоимость активов, то и реше-

ния экономических агентов в области привлечения и аллокации капитала, реализации инвестиционных проектов, корпоративного управления являются оптимальными для экономики в целом. Неравный доступ к существенной непубличной информации вредит и финансовому, и нефинансовому секторам экономики, увеличивая риски и снижая эффективность самой экономики. Таким образом, ограничения и запреты на использование существенной непубличной информации связаны со стремлением обеспечить справедливость и эффективное распределение ресурсов при выполнении гипотезы рыночной эффективности в полусильной постановке. Этические и законодательные ограничения приводят к тому, что рынки не будут приходить к сильной форме эффективности, но этой неэффективностью не будут пользоваться участники рынков капитала.

В соответствии с этическими стандартами в финансах ограничения на оборот и распространение существенной непубличной информации включают запрет на ее использование при принятии инвестиционных решений на публичных рынках капитала, запрет на ее передачу третьим лицам (так как они, в свою очередь, могут учесть эту информацию в инвестиционных решениях). Регламентируется также распространение непубличной информации, в частности обеспечение равного (и особенно важно — одновременного) доступа всех участников рынка капитала к данным, подлежащим публикации. Именно по этой причине корпорации должны размещать финансовую и нефинансовую отчетность в публичном доступе, а не отправлять ее сначала отдельным аналитикам. Не допускается также публикация этой отчетности на закрытых ресурсах с ограниченным (в том числе платным) доступом перед ее публикацией в открытых источниках.

Отметим, что стандарт II(B) накладывает ограничения на манипулирование рынками, в том числе посредством информационных вбросов или посредством транзакций с финансовыми инструментами. В частности, неэтичными являются практики публикации в телеграм-каналах непроверенных сведений об акциях и их эмитентах с целью манипуляции рынком.

Стандарт III «Обязанности по отношению к клиентам» регламентирует требования к финансистам, которых следует придерживаться при коммуникациях и работе с клиентами. Не случайно, что этот стандарт идет перед стандартом IV, который регламентирует обязанности по отношению к работодателю. В такой последовательности заложена идея о том, что интересы клиентов должны находиться на первом месте относительно интересов работодателя. Однако, к сожалению, именно

на этот стандарт приходится множество нарушений, причем страдают в первую очередь простые потребители финансовых услуг.

Стандарт III(A) «Лояльность, осмотрительность и осторожность» предписывает проявлять заботу о клиентах, ставить интересы клиенты выше интересов работодателя и выше собственных интересов.

Стандарт III(B) «Справедливость в отношениях с клиентами» предписывает сохранять условный статус-кво среди всех клиентов. В частности, при аллокации средств после сбора заявок на IPO следует распределять полученные акции либо пропорционально, либо при невозможности пропорционального распределения на основе заранее определенного и задокументированного правила. Этот стандарт также предписывает не предпринимать действий в пользу одних клиентов, если это может нанести вред другим клиентам. Следует отметить, что не во всех случаях возможно абсолютно равное отношение ко всем клиентам, например, невозможно позвонить одновременно двум клиентам. У клиентов могут быть различные тарифные планы, в соответствии с которыми для них может быть предусмотрен различный объем консультаций, что не является нарушением этики.

Стандарт III(C) «Уместность» предписывает осуществлять рекомендации клиентам, только если они подходят к их конкретному финансовому положению, целям, риск-профилю и в целом к их жизненной ситуации. Возможно, что стандарт III(C) является и наиболее важным из всех, и наиболее часто нарушаемым. Фактически любое проявление мисселлинга служит нарушением этого стандарта.

Для более подробного изложения проблемы мисселлинга рассмотрим одну из возможных классификаций товаров и услуг. Отметим, что эта трактовка носит учебный характер и представляет собой несколько вольную интерпретацию классификации товаров и услуг применительно к финансовому рынку. Во-первых, финансовые услуги и финансовые продукты в нашем анализе мы будем сравнивать, как и потребительские товары и услуги. Во-вторых, в качестве единого критерия классификации мы выберем момент или период времени, в который становится известным качество приобретаемых товаров и услуг:

- качество известно до приобретения;
- качество становится известным сразу или в ближайшее время после приобретения;
- качество не становится известным длительное время после приобретения.

Товары и услуги, качество которых становится известным только после приобретения, были исследованы в работе Дж. Акерлофа (Akerloff,

1970). В частности, товары, качество которых становится известным только после их потребления, были названы лимонами. На примере анализа рынка автомобилей было показано, что в условиях такой асимметрии информации плохие товары могут полностью вытеснить с рынка хорошие товары.

Однако в случае с финансовыми услугами и продуктами проблема заключается в том, что длительное время после их приобретения инвестор не знает их качество. Такая характеристика позволяет их классифицировать как доверительные блага. Например, если инвестор приобретает структурный продукт сроком 10 лет, то он узнает реальную эффективность этого продукта только через 10 лет. Для многих продуктов инвестор так и не узнает, были ли они эффективны и полезны для него.

Все изложенное выше позволяет определить мисселлинг как практику продажи финансовых продуктов и услуг в условиях асимметрии информации, причем если бы потребитель владел полной информацией и принимал решение на основе анализа риска и доходности с учетом своего положения, он бы не стал приобретать такой продукт или услугу.

Часто мисселлинг заключается в продаже инвестиционных проектов, страховок. В ряде исследований показано, что они выгодны в первую очередь банкам, финансистам, которые их структурируют, но в среднем не выгодны потребителям финансовых услуг (Vokata, 2018).

К мисселлингу также можно отнести навязывание потребительских кредитов. Объем потребительского кредитования растет опережающими темпами относительно ВВП во многих развитых и развивающихся странах. С одной стороны, в соответствии с моделью межвременного потребительского выбора домохозяйства максимизируют свою полезность, когда принимают решение о привлечении кредита и, таким образом, увеличивают потребление в текущем периоде (Fisher, 1930; Friedman, 1957). С другой стороны, во многих современных работах показано, что опережающий рост потребительского кредитования негативно влияет на темпы роста экономики в большинстве стран (Гуров, Куликова, 2021). При этом в настоящее время доступ домохозяйств к банковским продуктам, в том числе кредитным, существенно расширился за счет цифровизации, а банки, в свою очередь, имеют несравненно больший объем данных об экономических агентах.

На основе анализа процесса межвременного выбора можно показать, что кривая межвременных предпочтений домохозяйств может видоизменяться из-за внешних факторов, таких как активная рекламная политика коммерческих банков. В результате можно выделить так называемую истинную кривую безразличия (до воздействия рекламы) и так

называемую навязанную кривую межвременных предпочтений (после чрезмерно навязчивой и манипулятивной рекламы). Развитие цифровых сервисов позволяет банкам выбирать наиболее действенные маркетинговые каналы для продвижения потребительских кредитов, а для домохозяйств упрощает доступ к потребительским кредитам. В результате у домохозяйств смещается кривая межвременного безразличия в сторону стремления потреблять сейчас больше (за счет сокращения потребления в будущем). Домохозяйства считают, что этот выбор для них действительно оптимальный, однако фактически рациональный выбор на основе их истинной кривой межвременных предпочтений не предполагал бы привлечение потребительских кредитов (или предполагал бы, но в меньшем объеме). Эти результаты также позволяют сделать вывод, что чрезмерно большой объем рекламы потребительского кредитования представляет собой практику мисселлинга, в рамках которой осуществляется попытка продать товар или услугу, которая, в частности, не отвечает истинным потребностям клиента, а также содержит нераскрытые клиенту недостатки.

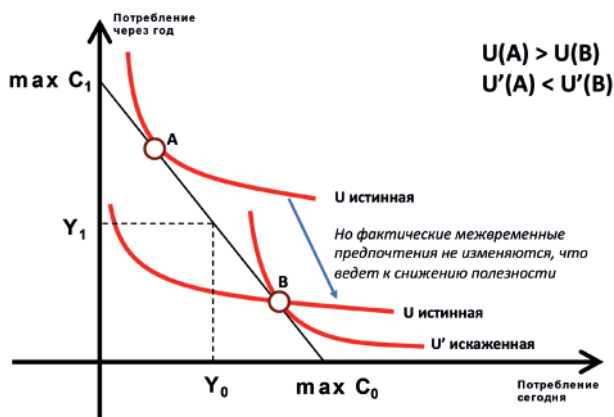


Рис. 1. Влияние рекламы и мисселлинга на межвременный выбор домохозяйств
Источник: составлено автором.

На рис. 1 изображена иллюстрация межвременного выбора домохозяйства в рамках двухпериодной модели. По оси абсцисс отмечено потребление в $t = 0$ (потребление сегодня), по оси абсцисс отмечено потребление в $t = 1$ (потребление через год). Допустим, что чрезмерная реклама потребительского кредитования (в том числе с мотивацией «не откладываяй жизнь на потом, возьми кредит») может привести к искажению

межвременных предпочтений инвестора. Чтобы проиллюстрировать это, введем кривые безразличия межвременного выбора «U истинная», а также «U' искаженная». При выборе на основе истинной кривой безразличия максимизация полезности достигается в точке А. По нашим предположениям, в этой точке домохозяйство сберегает часть текущего дохода (так как «потребление сегодня» в точке А ниже, чем Y_0), чтобы увеличить потребление в будущем периоде. Этот выбор, помимо прочего, соответствует выбору финансово грамотного домохозяйства в нормальных условиях. Влияние чрезмерной и агрессивной рекламы приводит к тому, что относительная ценность потребления сегодня становится более высокой, в результате максимизация искаженной полезности достигается в точке В. По нашим предположениям, в этой точке домохозяйство берет кредит, чтобы обеспечить «потребление сегодня» на более высоком уровне, чем текущий доход Y_0 . В любом случае такое искажение полезности приводит к увеличению текущего потребления и к снижению истинной полезности. Вероятно, что само осознание того, что межвременный выбор был неверным, придет в $t = 1$, когда домохозяйство столкнется с необходимостью снижать потребление, чтобы погасить кредит.

В научной литературе достаточно широко представлены исследования в области недобросовестного «хищнического» кредитования (Фролова, 2018; Фролова, 2024). В целом «хищническое» кредитование приводит в том числе к описанным выше негативным последствиям и является неэтичным, так как не соответствует требованиям заботы о своих клиентах.

Отметим также, что в результате внедрения цифрового рубля коммерческие банки могут потерять существенную часть процентных доходов (до 25% по банковскому сектору и до 40% среди крупных коммерческих банков) (Грищенко и др., 2021). Внедрение цифрового рубля в денежный оборот может привести к ухудшению финансового положения коммерческих банков, что может вынудить их расширять практики мисселлинга.

Стандарт III(D) «Представление результатов» предписывает раскрывать инвестиционные результаты на основе заданных правил. Институт CFA рекомендует следовать стандартам GIPS (Global Investment Performance Standards), причем возможно представлять результаты согласно GIPS с проведением верификации соответствия либо указывать, что результаты представлены в соответствии с GIPS, но верификация не проводилась. Этот стандарт особенно важен в контексте того, что инвестиционными результатами легко манипулировать. Например, такая манипуляция возможна, если использовать короткие промежутки времени. Во-первых, это позволяет выбрать оптимальный период с высокой доходностью (даже для падающего в цене портфеля в большинстве

случаев можно найти успешные периоды). Во-вторых, если этот период достаточно короткий, то с целью манипуляции данными можно привести к годовым значениям по простым или даже по сложным процентам полученный результат, в результате чего будет легко показать 2- и 3-значную доходность.

Таблица 3

Динамика стоимости инвестиционного портфеля

Дата	Стоимость инвестиционного портфеля
1 февраля 2024 г.	11 050
1 мая 2024 г.	6049
1 августа 2024 г.	9809
1 ноября 2024 г.	5407
1 февраля 2025 г.	4601

Источник: составлено автором с использованием модельных данных с целью иллюстрации.

Фактически с 1 февраля 2024 г. по 1 февраля 2025 г. стоимость инвестиционного портфеля снизилась более чем в 2 раза, и доходность портфеля составила -58% (табл. 3). Однако, манипулируя данными, можно выбрать успешный период с 1 мая по 1 августа, за который доходность составила 62% , что по простым процентам соответствует 249% годовых, а по сложным — 592% годовых. То есть, нарушая этические стандарты в части представления инвестиционных результатов, портфельный управляющий может сообщать потенциальным клиентам о 592% -ной годовой доходности, тогда как реально за год доходность составила -58% .

Еще одним способом манипулирования данными является включение в композитный индекс только наиболее успешных (в том числе не прекративших действие) фондов и портфелей. Такое избирательное включение инвестиционных результатов в композитный индекс будет не только завышать среднюю доходность, но и сокращать показатели вариативности доходности (фактически будет низкое стандартное отклонение доходности по отдельным портфелям и будут отсутствовать портфели с плохими финансовыми результатами). Манипулирование данными также возможно за счет манипуляции весами. Как видно из табл. 4, средневзвешенная доходность по всем портфелям составила -7% , в то время как исключение портфелей с отрицательной доходностью завышает результаты и показывает доходность 21% . Расчет композитного индекса с равными долями показывает доходность 2% (это происходит в случаях,

когда небольшие портфели принесли высокую доходность, а крупные по размеру портфели — низкую).

Таблица 4

Доходность портфелей под управлением менеджера (%)

	Доходность	Веса композитного индекса		
		Корректно рассчитанный	С исключениями	С равными весами
Портфель 1	22	9	18	12,5
Портфель 2	−10	21	0	12,5
Портфель 3	−3	14	0	12,5
Портфель 4	40	10	20	12,5
Портфель 5	−100	15	0	12,5
Портфель 6	17	10	20	12,5
Портфель 7	38	4	8	12,5
Портфель 8	9	17	34	12,5
Доходность композитного индекса		−7	21	2
Доходность наихудшего портфеля в композитном индексе		−100	9	−100

Источник: рассчитано автором на основе модельных данных.

В том числе из-за перечисленных фактов стандарты GIPS предусматривают требования по минимальному периоду публикации инвестиционных результатов, правила по составлению композитных индексов результативности портфельных управляющих, запрещают аннуализировать доходность за период менее года и т.д. Для более детального ознакомления со стандартами GIPS рекомендуем читателям изучить их содержание.

Проблема манипулирования данными важна в рамках маркетинговых активностей, так как некорректные данные могут использоваться для недобросовестных практик привлечения новых клиентов. Есть также риск столкнуться с такой проблемой в случаях, когда вознаграждение управляющего зависит от инвестиционных результатов.

Помимо изложенного выше, важно отметить, что, исходя из описанной гипотезы рыночной эффективности, более высокие инвестиционные

результаты в прошлые периоды не только не гарантируют, но и не позволяют ожидать инвестиционных успехов в будущем периоде. В связи с этим следует помнить, что даже подготовленные по всем стандартам инвестиционные результаты не гарантируют ни успехов, ни плохих результатов в будущем.

Стандарт III(Е) «Обеспечение конфиденциальности» предписывает не публиковать и не делиться с третьими лицами данными клиентов. Исключением является любой из следующих трех случаев:

- клиент дал письменное согласие на раскрытие информации;
- раскрытие информации требуется по закону;
- имеющаяся информация содержит сведения о потенциальном нарушении закона.

Подчеркнем также, что этот стандарт нацелен и на каждого специалиста в области финансов в отдельности, и на организации (и лиц, которые отвечают за комплаенс, внутренний контроль и защиту данных в этих организациях). В первом случае речь идет о следовании инструкциям и непосредственно неразглашении и непубликации информации. Во втором случае речь идет о разработке соответствующих процедур и механизмов защиты данных, а также о разработке регламентов для действий в случае требования раскрытия информации в связи с выявлением сведений о потенциально незаконных действиях.

Стандарт IV «Обязанности по отношению к работодателям» регламентирует обязанности, которые имеют специалисты в области финансов по отношению к работодателям.

Стандарт IV(A) «Лояльность» предписывает с вниманием относиться к потребностям работодателей, ставить их интересы выше своих собственных. Может сложиться впечатление, что к финансистам предъявляются чрезмерно высокие и даже несправедливые требования — ставить на первое место интересы клиентов, на второе место — интересы работодателей и на третье (фактически — последнее) свои собственные интересы. В связи с этим важно отметить, что финансист — одна из наиболее высокооплачиваемых профессий. И за отказ от личных интересов (в контексте выполнения профессиональных и этических норм) финансисты получают высокое вознаграждение. В соответствии со стандартом IV(A) специалист в области финансов не должен ограничивать для своего работодателя доступ к своим способностям и навыкам в свое рабочее время. При этом важно и осознание того, что соблюдение стандартов этики каждым отдельным финансистом создает пользу для всего общества в целом, поскольку обеспечивает качественное выполнение функций финансовой системы.

Важной частью стандарта IV(A) являются принципы этичного поведения при увольнении, в том числе при переходе к другому работодателю. Этот стандарт предписывает не сохранять разработанные модели, текстовые документы, данные, в том числе разработанные и собранные самим сотрудником (так как при прочих равных условиях они считаются собственностью работодателя). Не допускается также сохранять данные клиентов при переходе к новому работодателю и до увольнения переманивать клиентов к новому работодателю. На практике имеется большое количество сложностей с выполнением этих требований. Во-первых, в настоящее время найти контактные данные конкретных клиентов сравнительно легко, а в ряде случаев удаление контактов клиентов не представляется возможным и целесообразным. Однако сбор и использование консолидированных баз данных клиентов являются некорректными. Во-вторых, серьезным этическим вызовом является тот факт, что в ряде случаев при переходе на новое место работы именно наличие личных связей и широкой клиентской базы выступает ключевым фактором приглашения на новую работу. Поэтому важен тот факт, что по умолчанию приглашение клиентов уже после перехода на новое место работы не является нарушением этики (если не было установлено дополнительных ограничений), а хорошая деловая репутация служит личным капиталом каждого отдельного финансиста.

Далее будет рассматриваться стандарт V(C) «Ведение и сохранение документации», в соответствии с которым необходимо сохранять документы, которые, в частности, позволят финансисту обосновать принятые им решения и сделанные рекомендации. Полное удаление материалов при увольнении с работы может находиться в конфликте с такими требованиями, в связи с чем обычно при таких ситуациях следует письменно обратиться к работодателю за дополнительными консультациями.

Стандарт IV(B) «Получение дополнительного вознаграждения» предписывает согласовывать с работодателем различные дополнительные оплаты и прочие выгоды, которые сотрудник получает от клиентов или партнеров. Важно отметить, что нарушение стандарта IV(B) часто несет в себе еще и риск нарушения стандартов I(B) «Независимость и объективность», III(A) «Лояльность, осмотрительность и осторожность» и III(B) «Справедливость в отношениях с клиентами», а также часто связано со стандартом VI «Конфликт интересов», о котором пойдет речь несколько позднее.

Стандарт IV(C) «Обязанности руководителей» затрагивает важную часть стандартов этики в финансах, которая уже неоднократно упоминалась нами. Этот стандарт накладывает обязательства на руководителей,

а также сотрудников, ответственных за комплаенс и внутренний контроль, создавать условия, которые способствуют соблюдению сотрудниками этических и профессиональных стандартов и законодательства, формированию корпоративной культуры, в которой высоко ценится соблюдение этических стандартов.

Стандарт V «Инвестиционный анализ, рекомендации и действия» регламентирует действия финансистов в процессе работы.

Стандарт V(A) «Тщательная проверка и обоснованность решений» предписывает основывать анализ на разумных предположениях, проверенной информации.

Стандарт V(B) «Предоставление информации клиентам и потенциальным клиентам» предписывает при коммуникациях с клиентами и потенциальными клиентами отделять факт от мнения, запрещает использовать формулировки «гарантии» (кроме случаев, когда речь идет об обязательствах по государственному долгу и прочим обязательствам, принятым на себя суверенными государствами, в частности в России можно также утверждать, что средства в банках в пределах 1,4 млн руб. гарантируются государством). Вместе с тем важно помнить, что понятие безрисковых инвестиций, которым оперирует финансовая теория, не является понятием безрискового актива в бытовом понимании. В теории безрисковой доходностью является та доходность, которую инвестор получит в любом состоянии мира. Применительно к государственному долгу можно считать, что в любом состоянии мира долг будет погашен и инвестор получит свои средства. На практике даже государственный долг ряда стран может быть подвержен и кредитным, и инфраструктурным рискам. Более того, при определении понятия безрисковой доходности обычно финансисты исходят из номинальной доходности. В связи с этим важно, что на практике даже если инвестор знает, сколько денег получит в номинальном выражении, инвестор не знает уровня цен и, следовательно, уровня покупательной способности своих доходов. Частично этот риск может быть устранен за счет приобретения облигаций с индексируемым номиналом (в России в обращении есть выпуски ОФЗ-ИН 52002, ОФЗ-ИН 52003, ОФЗ-ИН 52004, ОФЗ-ИН 52005). Доходы по таким облигациям структурированы следующим образом:

$$\begin{aligned}C_t &= c \cdot N_t \\ N_t &= IPC_t \cdot N,\end{aligned}$$

где N — изначальный номинал облигации;

A — фиксированная купонная ставка;

IPC_t — индекс цен накопленным итогом с момента эмиссии облигации до момента времени t (по ОФЗ-ИН индексация проводится ежеквартально и осуществляется с небольшим лагом);

C_t — подлежащий оплате купон в момент времени t ;

N_t — номинал облигации в момент времени t .

Такая структура денежных потоков защищает от инфляционного риска, если держать облигации с индексируемым номиналом до погашения. Но и в этом случае прирост цен на товары и услуги, которые планирует приобретать инвестор, может отличаться от уровня официальной инфляции либо в силу вариативности относительных цен (Гуров, 2022б), либо в силу того, что они номинированы в валютах других стран.

Наконец, вложения в государственные облигации могут быть подвержены процентному риску и риску реинвестирования. Например, если инвестиционный горизонт составляет один год, а в портфель инвестора в качестве безрисковых включены государственные облигации сроком погашения 15 лет, то через год (по истечении инвестиционного горизонта) в случае роста процентных ставок цена облигации существенно снизится. В результате инвестор получит отрицательную доходность по этой облигации, так как реализуется процентный риск.

Стандарт V(C) «Ведение и сохранение документации» предписывает сохранять распечатанные или онлайн-документы, подтверждающие принятые решения и сделанные рекомендации. Этот пункт важен лично для каждого финансиста, так как в случае служебных расследований или судебных разбирательств нужно иметь документальное подтверждение добросовестности, независимости, обоснованности принятых предпосылок, принятых решений и сделанных рекомендаций.

Стандарт VI «Конфликт интересов», регламентирующий порядок действий в случае конфликта интересов, особенно важен для финансистов, так как в этой профессии часто имеется риск конфликта интересов в связи с асимметрией информации, а также зависимостью инвестиционного результата от принятых решений и приложенных усилий финансиста.

Стандарт VI(A) «Раскрытие наличия конфликта» предписывает в случае существующего или потенциального конфликта сообщать об этом работодателю и всем причастным сторонам. Этот стандарт во многом связан со стандартом III(C) «Уместность», так как ряде случаев рекомендации, неуместные для клиентов, делаются в связи с тем, что у финансистов есть мотивация к таким рекомендациям — это могут быть комиссии за проданные финансовые продукты либо план по продаже

таких финансовых продуктов, от выполнения которого зависит размер премии. Соблюдение стандартов этики предписывает раскрывать личную заинтересованность в продаже продукта, потому что считается: само по себе раскрытие конфликта интересов обычно позволяет его преодолеть, так как снижается асимметрия информации. Однако на практике раскрытие такой информации обычно не практикуется. Более того, такая информация может классифицироваться работодателем как коммерческая тайна.

Стандарт VI(B) «Приоритет инвестиционных операций» предписывает осуществлять транзакции в первую очередь для своих клиентов, для работодателя и только затем — для личного инвестиционного портфеля самого финансиста.

Стандарт VI(C) «Вознаграждение за рекомендации» предписывает получать письменное согласие от работодателя на дополнительное вознаграждение от клиента. Обратим внимание, что нарушение этого стандарта часто связано также с нарушением стандартов III и IV, так как конфликт интересов может привести не только к повышенной выгоде для одной из сторон, но также и к потерям других сторон. Например, получение вознаграждения от одного клиента может привести к тому, что финансовый советник в будущем будет уделять ему больше времени, чем другим клиентам.

Как отмечалось выше, Институтом CFA предусмотрен седьмой стандарт, который регламентирует требования к профессиональному позиционированию членов Института CFA, а также требования к лицам, которые сдают экзамены. Он предусматривает как запрет на нарушение норм академической этики в процессе сдачи экзаменов (списывание, разглашение содержания экзаменов), так и требования к указанию аффилиации Института CFA и сертификата CFA.

В соответствии с седьмым стандартом, несмотря на высокую сложность экзаменов, нельзя утверждать, что аналитики с сертификатом CFA являются более профессиональными (будут давать более точные прогнозы и рекомендации, проводить более качественный анализ), чем аналитики без сертификата CFA. Не следует полагать, что и специалисты, сдавшие все экзамены CFA с первого раза, более квалифицированы, чем те, кто сдавал хотя бы один из экзаменов более одного раза. Тем не менее само по себе упоминание, что в компании работают сотрудники с сертификатами CFA, разумеется, будет не лишним. Основная идея заключается в том, что сертификат CFA означает профессионализм, но этот профессионализм следует демонстрировать и доказывать в процессе работы, а не использовать только как «образовательный сигнал».

В числе прочего, стандарты допускают в произвольном порядке в описании на сайте, в CV и на визитках размещать после указания фамилии и имени разные степени (к.э.н., д.э.н., PhD, FRM, CFA, ACCA и т.д.), однако степень CFA обязательно писать заглавными буквами. Некорректными являются написания C. F. A., cfa, c.f.a.

Отметим также, что Институт CFA уделяет внимание идеи непрерывного образования, в соответствии с которой всем профессионалам в области финансов рекомендуется разрабатывать и выполнять план обучения. Такой план может включать получение дополнительного образования, повышение квалификации, чтение книг и научных статей, участие в конференциях, просмотр обучающих видео. План рекомендуется формировать на ежегодной основе.

Важно напомнить, что стандарты этики и профессионального поведения, разработанные Институтом CFA, — одни из конвенциональных, но не единственные этические стандарты в финансовой сфере. Для ознакомления в зависимости от специализации можно рекомендовать стандарты этики в области аудита, банкинга и т.д., которые во многом похожи, но имеют свою специфику. Полезно также изучить стандарты этики отдельных финансовых институтов, а в рамках профессиональной деятельности — внутренние документы, в том числе стандарты этики, принятые в вашей организации.

ГЛАВА 3

ЭТИКА ДЕЛОВОГО ОБЩЕНИЯ

Эта глава посвящена описанию стандартов этики делового общения. Изучение материалов этой главы будет полезно как для работы в финансовых организациях и коммуникаций с коллегами, так и для деловых коммуникаций с партнерами и проведения переговоров.

Как видно из рис. 2, одна из ключевых особенностей деятельности финансистов заключается в том, что для профессионального успеха в этой сфере нужны развитые и специальные знания (в том числе количественная подготовка) и коммуникативные навыки.



Рис. 2. Требуемые социальные и математические навыки для разных профессий
Источник: David Deming, Harvard University.

От хороших отношений в коллективе зависят эффективность функционирования, устойчивость и развитие финансовых институтов и не-финансовых организаций. Большинство проектов выполняется не в одиночку, а коллективно. Финансовые расчеты, модели и отчеты, как пра-

вило, нуждаются в презентации и обсуждении. В целом около 50% рассмотренных выше этических стандартов предполагают возможность нарушения этики именно в процессе коммуникаций с коллегами или клиентами. Все указанные причины являются аргументами в пользу того, что деловые коммуникации в финансах имеют особое значение и должны быть одним из ключевых направлений для личностного и профессионального развития финансистов. В связи с этим в настоящем учебном пособии будут рассмотрены рекомендации по общению с коллегами и по проведению переговоров.

Общение с коллегами

Отношения в коллективе влияют на продуктивность работы каждого сотрудника в отдельности и организации в целом. Чем более сложная деятельность в организации, тем больше зависимость компании от индивидуальных и командных достижений. Из-за плохих взаимоотношений может не состояться важная коммуникация между сотрудниками, а гнетущая обстановка в коллективе мешает выполнению даже простых индивидуальных задач.

Следует отметить, что в работе неизбежны противоречия или конфликты. Например, двое коллег расходятся во мнении о перспективах деятельности компании, в которую планируется инвестировать деньги. Или руководителю надо выбрать, кого повысить из двух коллег, с каждым из которых у него сложились уже практически дружеские отношения. Можно привести большое количество подобных примеров, причем дилеммы нередко бывают намного более сложными. Самое главное в таких ситуациях — отделять личную сторону жизни от профессиональной. Важно ответить себе на вопрос — кто в этой ситуации главный бенефициар моей профессиональной деятельности (например, инвесторы, чьи портфели будут составлены на основе моих рекомендаций; работодатель и т.д.). Ответ на этот вопрос позволяет отделить личные взаимоотношения от рабочего решения, которое принимается в интересах главного бенефициара. Этические стандарты помогают в выборе такого бенефициара, а также позволяют сделать правильный выбор в случае подобных дилемм.

Однако рассмотренные примеры происходят из-за стремления одного или нескольких коллег качественно выполнять свои профессиональные обязанности. Намного хуже для организации, когда конфликты происходят на фоне некорректного или агрессивного поведения одного или нескольких коллег, к тому же не связанного непосредственно с ре-

шением рабочих вопросов. Есть много примеров, когда из-за беспочвенного (с рабочей точки зрения) конфликта страдали не только участники конфликта, но и работодатель¹. Лишь иногда такие случаи являются следствием незавершенного рабочего конфликта (наподобие описанных выше). В современном языке используется большое количество понятий, характеризующих такое некорректное общение в коллективе (травля, буллинг, шейминг, харрасмент).

К сожалению, такая ситуация может произойти практически в любом коллективе. С одной стороны, неэтично поддерживать проявления любой из описанных выше некорректных форм общения. Как минимум следует самоотстраниться от неэтичных действий (например, если один из членов коллектива постоянно подвергается травле, не следует не только присоединяться к этому, но и одобрять, смеяться и (по возможности) физически присутствовать при этом). Как максимум наряду с этим лучше заступиться за коллег.

Необходимо знать, что практически любой член коллектива может стать жертвой неэтичного общения. Однако такая вероятность сильно различается в зависимости от индивидуальных особенностей каждого члена коллектива. Про кого-то окружающие думают «с ним/с ней лучше не связываться», а кого-то считают «безвольным человеком, который не может дать отпор». Поэтому важно знать подходы, которые минимизируют риски стать жертвой в коллективе. В интернете есть много видео, посвященных невербальным сигналам, которые полезно изучить. Например, окружающие получают основную часть информации о нас не только через то, что мы говорим, а через невербальные каналы — наше поведение, осанку, жестикуляцию, тембр голоса и т.д. Низко опущенная голова, неуверенная речь, чрезмерная жестикуляция создают образ жертвы. Будьте также аккуратными в отношении раскрытия информации о личной стороне своей жизни. С одной стороны, если ничего не рассказывать коллегам про себя, то сложно выстроить близкие отношения. С другой стороны, если рассказывать все и сразу, то многие это могут воспринять как слабость и использовать против вас при манипуляциях и травле. Чтобы не стать жертвой в коллективе, важно быть профессионалом высочайшего класса — в этом случае маловероятно, что кто-то решится вас задевать.

¹ Например, кейс «Светлана Лохова против Сбербанк». URL: Суд обязал лондонский Sberbank CIB выплатить \$4,6 млн экс-сотруднице // Forbes.ru (www.forbes.ru/news/285183-sud-obyazal-londonskii-sberbank-cib-vyplatit-46-mln-eks-sotrudnitse?ysclid=lyrr5rb4pb129649876).

Следует также понимать, что есть как потенциальные жертвы, так и инициаторы травли в коллективе. Многие из последних склонны к манипулированию другими людьми, к самоутверждению за счет унижения окружающих. Как правило, такие люди особенно хорошо «считывают» невербальные сигналы, которые потенциальная жертва неосознанно посылает окружающим. Поэтому также полезно изучать материалы про то, как распознать этих коллег, как потенциально реагировать на их провокации.

Отметим, что уметь распознавать людей, которые склонны к травле других членов коллектива, важно не только для рядового члена коллектива при общении с коллегами, но для руководителей при подборе сотрудников себе в команду.

Практика подшучивания над коллегами — это также потенциальный риск. С одной стороны, если смешно всем и адресат шутки еще и чувствует себя при этом комфортно, то это нормальная часть жизни коллектива. С другой стороны, то, что автору шутки кажется безобидным юмором, может сильно обескуражить коллегу.

В ряде случаев в процессе коммуникаций с коллегами и партнерами приходится делать замечания, в том числе чтобы защитить свои интересы. Иногда такие замечания могут привести к конфронтации. Поэтому если хотите сделать замечание, полезно использовать я-сообщения. Если не попрактиковаться, это будет сложно, так как в привычной жизни мы обычно коммуницируем на основе ты-сообщений. Если коллеги в офисе громко включили развлекательный видеоролик, то естественной реакцией будет сказать «сделайте тише» (ты-сообщение). Хотя более эффективно будет сказать «мне сложно сосредоточиться на работе, когда так громко» (я-сообщение). Анализируя «я-сообщения», важно отметить, что вы сразу показываете свои интересы и неявно говорите окружающим о том, что с ними нужно считаться.

В целом для более качественной работы в команде и коммуникаций с коллегами полезно развивать эмоциональный интеллект, так как это позволит лучше понимать окружающих вас людей и результативнее общаться с ними, а также лучше понимать свои собственные чувства, страхи и свое настроение.

Переговоры

Коммуникативные навыки важны для успешного проведения переговоров. Переговорами можно считать любую деловую коммуникацию между людьми, от результатов которой зависит будущий результат (ус-

ловия сделки, цены, факт заключения договора), при этом участники переговоров обладают некоторым объемом информации о своих целях и своих ресурсах, а также имеют предположения о целях и ресурсах другой стороны. Большинство деловых переговоров являются двусторонними, однако нередки случаи многосторонних переговоров.

Для успешного участия в переговорах важно принимать во внимание наиболее распространенные ошибки. Многие профессионалы считают, что самая главная ошибка в переговорах — плохая подготовка к ним. Если конкретизировать — это недостаточное понимание позиции своей стороны, плохое знание своих ресурсов, отсутствие подготовки и анализа позиции второй стороны (или для многосторонних переговоров — позиций всех сторон). В рамках подготовки к переговорам следует иметь под рукой (в электронном или распечатанном виде) все необходимые материалы (презентации, аналитические записки, коммерческие предложения, финансовые модели и т.д.).

При определении цели переговоров важно также понять, что будет для вас успехом в переговорах. Рассмотрим два кейса.

- Поставщик-монополист прислал вам письмо о том, что повышает на 20% цены на свою продукцию. Вы также знаете, что этот поставщик поднял цены на свою продукцию всем своим клиентам. Ваш руководитель отправил вас на переговоры, поставив задачу договориться, чтобы вашему предприятию цены не повышались.
- Вашему предприятию оказывают услуги 10 перевозчиков. Только один из них собирается поднять цены на автоуслуги на 20%. Ваш руководитель поручил вам провести переговоры с этим поставщиком, чтобы он оставил цены неизменными.

Исходя из анализа этих двух небольших кейсов видно, что знание своей переговорной силы и переговорной силы оппонентов также очень важно, так как то, что в одном случае является успехом, в другом случае будет проигрышем.

Существует большой объем литературы и электронных ресурсов, посвященных развитию навыков в проведении переговоров. Это полезно всем, особенно тем, кто чувствует, что от природы не получил достаточных способностей для коммуникаций и ведения переговоров.

При этом в интернете теория переговоров часто преподносится в наивной постановке — что надо стремиться к win-win решениям. Правда заключается в том, что на самом деле в большинстве случаев переговоры не предполагают win-win решений. Так, если предметом переговоров является цена, то выигрыш для одной стороны — это потеря для вто-

рой стороны. И редко возможно достижение взаимовыгодных условий, обычно для одной стороны они выгодны, а для второй — всего лишь приемлемы.

Иногда все же возможна ситуация win-win, например, когда в процессе проведения переговоров выявляются новые возможности для сотрудничества, которые, например, позволяют сэкономить одной стороне и получить дополнительную выручку второй стороне. Однако это, как правило, лишь дополнительный результат — к нему в рамках проведения переговоров лучше всего стремиться, когда уже достигнуты договоренности по основному вопросу.

Хорошая подготовка к переговорам включает понимание принципиальных для вас ограничений, от которых вы не откажетесь даже в случае рисков не заключить сделку. В целом в зависимости от природной предрасположенности и воспитания кому-то проще, а кому-то сложнее вести жесткие переговоры, торговаться, отстаивать интересы своей стороны. В связи с этим особенно важно понимать, что даже интеллигентный человек имеет право отстаивать свои интересы и интересы стороны, которую представляет. Во-первых, торговаться и просить скидки — это вполне нормальная часть деловой практики. Более того, многие организации закладывают в цены на свои услуги резерв на то, что клиент попросит скидку. Во-вторых, можно быть мягким человеком в целом, но при обсуждении принципиальных вопросов важно занимать твердую позицию. Вы отстаиваете свою переговорную позицию и вовсе не обязаны уступать второй стороне. В конце концов, отказывать можно и в жесткой форме, и в мягкой, крайне вежливой форме, главное — отказывать, когда это принципиально важно для достижения ваших переговорных целей.

Если в процессе переговоров вы получаете предложение, существенно превосходящее то, на что вы рассчитывали, не спешите сразу принимать его. Возможно, вторая сторона готова выплатить еще больше, чем предлагает. В этом случае также следует изучить последние тенденции на рынке — цены на некоторые товары и услуги являются высоковолатильными, в связи с чем, возможно, вы можете договориться на еще более хороших для вашей стороны условиях.

Для успешного проведения переговоров следует корректно пользоваться концепцией BATNA (Best Alternative to a Negotiated Agreement, лучшая альтернатива обсуждаемому на переговорах решению). Например, вы ведете переговоры по продаже 10% акций непубличной компании. У вас уже есть предложения от двух потенциальных покупателей, один предлагает 1 млрд руб., второй — 1,2 млрд руб. Если сегодня у вас

назначены переговоры с третьим потенциальным покупателем, то для вас BATNA равна 1,2 млрд руб.

Касательно грамотного использования BATNA следует ориентироваться на следующие правила:

- **не раскрывайте значение своей BATNA** (кроме описанных в конце списка случаев), так как вторая сторона может предложить условия, существенно превосходящие вашу BATNA. Это не значит, что следует обманывать, когда вас спрашивают о наилучшей альтернативе. Например, можно уйти от ответа, сказав, что у вас нет полномочий отвечать на этот вопрос или что это коммерческая тайна;
- **старайтесь узнать значение BATNA второй стороны** — если вы узнаете ее, вам будет проще предложить приемлемые условия для второй стороны, которые при этом будут выгодны для вашей стороны;
- **старайтесь собирать информацию от всех участников рынка, чтобы увеличить значение своей BATNA**. Если вы занимаетесь приобретением оборудования и сейчас лучшее предложение составляет 20 млн руб. за станок, то при запросе других коммерческих предложений есть вероятность, что вам предложат такой же станок по более низкой цене;
- **можете сообщить второй стороне значение BATNA, если оно вас устраивает и при этом скоро эта альтернатива истекает**. Если вам уже предложили работу с хорошей зарплатой, но вам надо дать ответ в течение недели, то вы можете озвучить эти условия другому потенциальному работодателю;
- **можете сообщить второй стороне значение BATNA, если вам нужно скорее заключить сделку**. Например, вам нужно выбрать подрядчика в течение трех дней недели. У вас уже есть предложения, но сегодня у вас переговоры еще с новым потенциальным подрядчиком — в таком случае можно озвучить лучшее предложение и сказать, что остаются три дня для принятия решения.

Помимо концепции BATNA важно следовать следующим принципам:

- уважение ко второй стороне (это включает и корректный формат общения, и пунктуальность, и внимательное отношение);
- соблюдение уместного стиля (обычно это костюм, галстук и рубашка, застегнутая на все пуговицы, но исходя из ситуации может быть уместен другой стиль в одежде; в любом случае важен опрятный внешний вид);
- использование контекста встречи, если это уместно;

- соблюдение принципов профессиональной и общечеловеческой этики;
- внимание к тому, что говорят собеседники и оппоненты — с высокой вероятностью вы получите много ценной информации; чем больше будете набирать опыт в переговорах, тем больше информации будете получать из общения;
- учет экстерналии от переговоров, влияние на другие стороны взаимоотношений с коллегами и партнерами;
- ведение переговоров в рамках своих полномочий;
- недопустимость пассивного принятия позиции второй стороны.

Все перечисленное выше также показывает, что подготовка к переговорам — трудозатратный процесс. Несмотря на это, не жалейте времени на подготовку, так как без подготовки вероятность достичь своих целей крайне мала, но подготовка значительно повышает ваши шансы на успех. В целом старайтесь участвовать в переговорах, и не только готовиться к ним и прикладывать максимум усилий в процессе переговоров, но и анализировать проведение переговоров и их итоги (что получилось хорошо, что плохо, что можете исправить в будущем).

Одним из элементов курса «Этика и профессиональные стандарты в финансах» является решение кейса по проведению переговоров. Кейс содержит переговорные позиции для двух сторон. Переговоры могут проводиться в формате «один на один» либо «группа на группу», на каждой стороне рекомендуется от 1 до 3 участников. По итогам переговоров должно быть заключено соглашение.

Первая сторона получает переговорную позицию инвестиционного фонда (см. Приложение 1). Вторая сторона получает переговорную позицию компании (см. Приложение 2).

Стороны не должны знать переговорные позиции друг друга. Время на ознакомление со своей переговорной позицией и разработку стратегии для переговоров — около 20–30 минут. Время на проведение переговоров и заключение соглашения — около 60–70 минут.

По итогам проведения переговоров можно определить участников, набравших наибольшее количество баллов, а также обе стороны, набравшие наибольшее количество баллов в сумму (реализация win-win стратегий).

ГЛАВА 4

МЕТОДИЧЕСКИЕ РЕКОМЕНДАЦИИ ПО ПРОВЕДЕНИЮ КУРСА «ЭТИКА И ПРОФЕССИОНАЛЬНЫЕ СТАНДАРТЫ В ФИНАНСАХ»

Эта глава посвящена описанию подходов к преподаванию курса «Этика и профессиональные стандарты в финансах». Раскрываются структура курса и содержание тем, приводятся образцы заданий и балльно-рейтинговая система.

Курс «Этика и профессиональные стандарты в финансах» может преподаваться студентам старших курсов в рамках получения высшего образования, а также на программах дополнительного профессионального образования.

Примерный план курса ориентирован на 6 семинарских занятий по 4 часа, 6 контактных часов по 4 часа, один экзамен на 2 часа. Возможен как очный, так и дистанционный формат занятий.

Далее представлено краткое содержание тем курса «Этика и профессиональные стандарты в финансах».

Тема 1. Финансовые катастрофы, последствия неэтичного и непрофессионального поведения. Понятие профессионализма в области финансов

Финансовые катастрофы в связи с неэтичным и непрофессиональным поведением. Примеры финансовых катастроф, в том числе в Société Générale, Bankers Trust, HSBC, Enron, Theranos. Финансовые пирамиды. Роль коммерческих банков в коррупции. Отзыв лицензий и санация банков в России в 2014–2018 гг. Этика и регулирование инвестиционных и пенсионных фондов, страховых компаний. Практика мисселлинга в области финансовых продуктов и услуг. Мошенничество и неэтичное

поведение в сфере инвестиций. Этика в работе финансовых советников. Понятие профессионализма в инвестиционно-финансовой индустрии.

Основная литература

1. Boatright, J. R. (2020). *Ethics in Finance*. Third Edition. Wiley Blackwell.
2. Hendry, J. (2013). *Ethics and Finance. An Introduction*. Cambridge University Press.

Дополнительная литература

1. Гуров, И. Н., & Куликова, Е. Ю. (2021). Зависимость между уровнем развития страны и влиянием структуры банковского кредитования на экономический рост. *Вопросы экономики*, 10, 51–70. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2021-10-51-70>
2. Гэлбрейт, Дж. (2024). *Новое индустриальное общество*: пер. с англ./ Л. Я. Розовский, Ю. Б. Кочеврин, Б. П. Лихачев, С. Л. Батасов. М.: АСТ, СПб.: ООО «Транзиткнига», 602 с.
3. Arcand, J. L., Berkes, E., & Panizza, U. (2015). Too much finance? *Journal of Economic Growth* 20(2), 105–148. <https://doi.org/10.1007/s10887-015-9115-2>
4. Beck, T., Buyukkarabacak, B., Rioja, F., & Valev, N. (2008). Who Gets the Credit and Does it Matter? Household vs. firm lending across countries. *Policy Research Working Paper Series 4661*. The World Bank.
5. Bernstein, P. L. (1998). *Against the Gods: The Remarkable Story of Risk*.
6. Carter, M. J. (1989). Financial innovations and financial fragility. *Journal of Economic*, 23(3), 779–793.
7. Kraus, A., & Litzenberger, R. (1983). On the Distributional Conditions for a Consumption-Oriented Three Moment CAPM. *The Journal of Finance*, 38(5), 1381–1391.

Тема 2. Международные стандарты этики и профессионального поведения в финансах

Кейсы «Стандарты этики и профессионального поведения на практике». Семь стандартов CFA Institute Code of Standards. Рекомендации CFA Institute по соблюдению стандартов этики и профессионального поведения. Эффективность рынка и стандарты этики. Этика и профессиональные стандарты при публикации инвестиционных результатов. Внедрение стандартов этики и профессионального поведения в России.

Основная литература

1. *Standards of Practice Handbook*. (2014). Eleventh Edition. CFA Institute.
2. *Code of Ethics and Standards of Professional Conduct*. (2014). CFA Institute.
3. Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».

Дополнительная литература

1. Шарп, У. Ф., & Александер, Г. Д. (2014). *Инвестиции*: пер. с англ. А. Н. Буренина. М.: НИЦ ИНФРА-М, 1028 с.

Тема 3. Этика и стандарты делового общения при проведении переговоров. Деловая игра

Этика делового общения. Общепринятые стандарты делового общения. Теория проведения переговоров. Концепция BATNA (Best Alternative to a Negotiated Agreement, лучшая альтернатива обсуждаемому решению). Победа и поражение в переговорах. Ошибки в переговорах. Приемы и методы при проведении переговоров. Использование контекста в переговорах. Применение этических и деловых стандартов при проведении переговоров. Решение и обсуждение кейсов по проведению переговоров. Деловая игра «Переговоры о привлечении финансирования». Разбор и обсуждение результатов деловой игры.

Тема 4. Этика и стандарты делового общения в финансовых организациях.

Общение с коллегами. Травля. Харрасмент. Шейминг. Буллинг. Кейсы. Практика поведения в коллективе. Управление конфликтами. Эмоциональный интеллект. Прохождение интервью и собеседований. Деловая переписка. Внедрение стандартов этики в финансовых организациях. Анализ и обсуждение практики применения стандартов этики и делового поведения в финансовых организациях. Решение кейсов.

Основная литература

1. Doshi, N., & McGregor, L. (2015). *Primed to Perform. How to Build the Highest Performing Cultures Through the Science of Total Motivation*.

Дополнительная литература

1. *Кодекс корпоративной этики Сбербанка*. URL: www.sberbank.com/ru/sustainability/ethics
2. *Этический кодекс Банка ВТБ*. URL: vtbcareer.com/media-files/vtbcareer.com/sitepages/ITonboarding/eticheskiy-kodeks.pdf
3. *Этический кодекс Московской биржи*. URL: https://rspp.ru/upload/uf/c71/su35e6hdgb1ulbokwc9njx6kql6f9rms/%D0%9C%D0%BE%D0%91%D0%B8%D1%80%D0%B6%D0%B0_%D0%BA%D0%BE%D0%B4%D0%B5%D0%BA%D1%81.pdf
4. *Morgan Stanley Code of Ethics and Business Conduct*. URL: https://www.morganstanley.com/about-us-governance/pdf/Code_of_Ethics_and_Business_Conduct.pdf

Изучение перечисленных тем проходит в рамках их последовательного разбора на следующих семинарах:

- Семинар 1. Финансовые катастрофы, последствия неэтичного и непрофессионального поведения. Понятие профессионализма в области финансов.
- Семинары 2 и 3. Международные стандарты этики и профессионального поведения в финансах.
- Семинар 4. Этика и стандарты делового общения при проведении переговоров. Деловая игра.
- Семинар 5. Мастер-класс «Применение стандартов этики и делового поведения на практике». Обычно на мастер-класс приглашаются профессионалы-практики, работающие в финансовых институтах.
- Семинар 6. Этика и стандарты делового общения в финансовых организациях.

На контактных часах рассматриваются стандарты этики Института CFA, проводится разбор кейсов, представленных в Стандартах этики и делового поведения Института CFA.

В рамках проведения курса следует приглашать внешних спикеров на 1–2 мастер-класса. Возможные темы мастер-классов:

- Применение стандартов этики на практике.
- Прохождение интервью.

Для освоения программы курса «Этика и профессиональные стандарты в финансах» студенты выполняют ряд заданий. Примеры заданий, требования к их выполнению и критерии оценки описаны далее.

1. Эссе и видео по финансовым катастрофам

- Количество участников в одной команде: строго не более 4 человек.
- Команда самостоятельно выбирает пример финансовой катастрофы, повторять уже разобранные на семинаре кейсы нельзя. Это может быть финансовая катастрофа любого, в том числе локального, масштаба.
- Команда должна изложить историю и суть проблемы (финансовой катастрофы), анализ ее причин и последствий, информацию о действующих лицах, свои рекомендации, как можно было бы этого избежать.
- Команда должна подготовить письменное эссе объемом до 5000 знаков, презентацию, а также снять видео с выступлением не более 5 минут.
- Дополнительные требования к эссе: особое внимание следует уделить оформлению и структуре текста (заголовки и т.п.), информативности и объему текста. В файле надо указать всех участников команды.
- Дополнительные требования к видео: особое внимание следует уделить оформлению слайдов, контролю времени, во время презентации должны часть текста рассказать все участники команды. Во время видео должны быть видны слайды презентации и докладчики. К качеству видео и звука специальных требований нет, подойдет сохраненная запись из MS PowerPoint, Zoom или съемка на телефон.
- Один из членов команды должен отправить преподавателю текст в word, презентацию в PDF и ссылку на видео.
- Преподаватель устанавливает дедлайн по сдаче задания.

2. Разбор нарушений этики в художественном фильме

- Количество участников в одной команде: строго не более 4 человек. Запишитесь по указанной выше ссылке.
- Посмотрите один из фильмов, в которых персонажи демонстрируют неэтичное и непрофессиональное поведение в финансовой сфере. Предпочтительно смотреть на английском:
 - «Предел риска» (Margin Call);
 - «Афера века» (The Crooked E: The Unshredded Thuth About Enron);
 - Эпизоды сериала «Миллиарды» (Billions);
 - Эпизоды сериала «Грязные деньги» (Dirty Money);

- Или другой фильм на ваш выбор (главное, чтобы в нем демонстрировали неоднократные эпизоды нарушения этики и профессионального поведения в финансах).
- Кратко (до 1 страницы) опишите сюжет и главных героев фильма.
- Заполните таблицу со всеми эпизодами, обнаруженными вами в этом фильме по следующему темплейту (табл. 5).

Таблица 5

**Образец для заполнения выявленных нарушений этики
в художественном фильме**

Начало эпизода (таймкод)	Краткое содержание эпизода	Какой из стандартов нарушен

Источник: составлено автором.

- В файле с работой перечислите всех участников команды.
- Один из участников команды должен отправить преподавателю файл word с выполненным заданием.
- Преподаватель устанавливает дедлайн по сдаче задания.
- Предупреждение: в фильмах могут демонстрироваться не только неэтичные, но и непристойные эпизоды. Выбирайте фильм, в том числе исходя из своих моральных убеждений.

3. Проект по книгам «Финансист», «Титан» и «Стоик» Т. Драйзера

- Количество участников в одной команде: строго не более 4 человек.
- Варианты заданий:
 - По книге «Финансист» опишите нарушения этических стандартов, а также рассчитайте современную стоимость 1 доллара из книги.
 - По книге «Титан» опишите нарушения этических стандартов, а также рассчитайте современную стоимость 1 доллара из книги.
 - По книге «Титан» опишите нарушения этических стандартов, а также проведите оценку внутренней стоимости трамвайных линий Каупервуда.
 - По книге «Стоик» опишите нарушения этических стандартов, а также рассчитайте современную стоимость 1 доллара из книги.

- По результатам исследований надо подготовить аналитическую записку, финансовые модели и расчеты, презентацию.
- Один из членов команды должен отправить преподавателю выполненное задание.
- Если вы делаете «Проект по книгам “Финансист”, “Титан” и “Стоик” Т. Драйзера», то не нужно делать задания «Эссе и видео по одной из тем фестиваля “Финансовый сентябрь”», «Эссе и видео по финансовым катастрофам» и «Разбор нарушений этики в художественном фильме».
- Преподаватель устанавливает дедлайн по сдаче задания.
- Предупреждение: в указанных книгах описываются не только неэтичные, но и непристойные эпизоды. Выбирайте эту активность в том числе с учетом своих моральных убеждений.

4. Деловая игра (проведение деловой игры описано в главе 3 «Этика делового общения»)

- На деловой игре студентам предстоит принять участие в двусторонних переговорах.
- До семинара разделитесь на мини-группы, в которых будете проводить переговоры. Строго не более 3 человек на одной стороне переговоров.
- Рекомендация: выполнение задания по проведению переговоров будет более полезным, если на противоположных сторонах будут участники, не знакомые друг с другом близко.

5. Типовые задания и иные материалы, необходимые для оценки результатов обучения

- Девелоперская компания WA Construction планирует привлекать деньги посредством IPO для реализации проекта по строительству самого высокого в мире здания. Поскольку процесс строительства является длительным, то свободные деньги WA Construction планирует вкладывать в акции публичных компаний-девелоперов. Джек разрабатывает финансовую модель, на основании которой проект презентуется инвесторам. Джек сделал предположения, что эти инвестиции принесут 14% годовых. Нарушил ли стандарты этики Джек?
- Компания ABC является одним из лидеров на рынке продуктового ретейла. В прошлые годы она стабильно показывала самую высокую рентабельность среди сопоставимых компаний. При этом эксперты считают, что ABC уже достигла минимума возможных

издержек, а конкуренты ABC постепенно будут оптимизировать бизнес-процессы и снижать издержки. Аналитик хотел дать рекомендацию Buy по акциям компании ABC. Один из заголовков в отчете назывался «Лучшая маржинальность среди сопоставимых компаний». Затем аналитик перепроверил предпосылки финансовой модели и понял, что подходящая рекомендация для акций ABC — это Sell. Он решил поменять стилистику отчета и переименовал заголовок на «Отсутствие возможностей для оптимизации затрат». Нарушил ли аналитик стандарты этики?

- Мария работает инвестиционным аналитиком, оценивая компании отрасли Metals&Mining. Сегодня она приехала в офис публичной компании, которая занимается добычей угля. На встрече присутствовали CEO этой компании и четыре крупнейших акционера. CEO сказал, что со следующей недели сотрудники компании планируют объявить забастовку. Никаких пресс-релизов о забастовке компания не публиковала. Может ли Мария учесть эту информацию при подготовке инвестиционного отчета?

Балльно-рейтинговая система может быть организована следующим образом (табл. 6).

Таблица 6

Балльно-рейтинговая система

Тип контроля	Баллы
<i>Вариативная часть</i>	
Эссе и видео по финансовым катастрофам	20
Разбор нарушений этики в художественном фильме	20
Или	
Проект по книгам «Финансист», «Титан» и «Стойк» Т. Драйзера	40
Или	
Эссе и видео по одной из тем фестиваля «Финансовый сентябрь»	40
<i>Обязательная часть</i>	
Деловая игра по проведению переговоров (не более 2 человек на одной стороне)	20
Задания, кейсы, тестирование	60
Итоговое онлайн-тестирование по лекциям дисциплины	30
Всего	150

Источник: составлено автором.

После проведения курса полезно провести опрос среди студентов. Пример опроса:

«Насколько интересными были следующие занятия и задания?» (1 — неинтересно, 5 — очень интересно):

- Семинар 1. Финансовые катастрофы, последствия неэтичного и непрофессионального поведения. Понятие профессионализма в области финансов.
- Семинары 2 и 3. Международные стандарты этики и профессионального поведения в финансах.
- Семинар 4. Этика и стандарты делового общения при проведении переговоров. Деловая игра.
- Семинар 5. Мастер-класс «Применение стандартов этики и делового поведения на практике». Обычно на мастер-класс приглашаются профессионалы-практики, работающие в финансовых институтах.
- Семинар 6. Этика и стандарты делового общения в финансовых организациях.

«Насколько трудным оказалось восприятие материалов семинаров?» (1 — много было непонятным, 5 — очень простое восприятие):

- Семинар 1. Финансовые катастрофы, последствия неэтичного и непрофессионального поведения. Понятие профессионализма в области финансов.
- Семинары 2 и 3. Международные стандарты этики и профессионального поведения в финансах.
- Семинар 4. Этика и стандарты делового общения при проведении переговоров. Деловая игра.
- Семинар 5. Мастер-класс «Применение стандартов этики и делового поведения на практике». Обычно на мастер-класс приглашаются профессионалы-практики, работающие в финансовых институтах.
- Семинар 6. Этика и стандарты делового общения в финансовых организациях.

«Как вы предполагаете, насколько полезными в будущем будет пройденный материал?» (1 — бесполезно, 5 — очень полезно):

- Семинар 1. Финансовые катастрофы, последствия неэтичного и непрофессионального поведения. Понятие профессионализма в области финансов.

- Семинары 2 и 3. Международные стандарты этики и профессионального поведения в финансах.
- Семинар 4. Этика и стандарты делового общения при проведении переговоров. Деловая игра.
- Семинар 5. Мастер-класс «Применение стандартов этики и делового поведения на практике». Обычно на мастер-класс приглашаются профессионалы-практики, работающие в финансовых институтах.
- Семинар 6. Этика и стандарты делового общения в финансовых организациях.

ЛИТЕРАТУРА

1. Грищенко, В., Морозов, А., Петренева, Е., & Синяков, А. (2021). *Что изменится для банков и их клиентов с введением цифрового рубля: аналитическая записка*. М.: Банк России.
2. Гуров И., Н. (2017). Облигации с защитой доходности от инфляции на российском финансовом рынке: первый опыт и перспективы. *Финансы: теория и практика*, 21(5), 140–149.
3. Гуров, И. Н. (2022а). Последствия изменений налогообложения доходов по депозитам физических лиц: итоги 2020–2021 гг. *Вестник Института экономики РАН*, 1.
4. Гуров, И. Н. (2022б). Систематические различия официальной и наблюдаемой инфляции в России: анализ статистических данных. *Вопросы статистики*, 3.
5. Гуров, И. Н. (14 сентября 2023). Третья форма денег. Зачем России понадобился цифровой рубль. *Коммерсант. Наука*. <https://www.kommersant.ru/doc/6209893>
6. Гуров, И. Н., & Куликова, Е. Ю. (2021). Зависимость между уровнем развития страны и влиянием структуры банковского кредитования на экономический рост. *Вопросы экономики*, 10, 51–70.
7. Гэлбрейт, Дж. (2004). *Новое индустриальное общество*: пер. с англ. / Л. Я. Розовский, Ю. Б. Кочеврин, Б. П. Лихачев, С. Л. Батасов. М.: АСТ, СПб.: ООО «Транзиткнига». 602 с.
8. Данилов, Ю. А. (2019). Современное состояние глобальной научной дискуссии в области финансового развития. *Вопросы экономики*, (3), 29–47. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2019-3-29-47>
9. Кодекс корпоративной этики Сбербанка. URL: www.sberbank.com/ru/sustainability/ethics
10. Мерекина, Е. В., & Мевлютов, М. Р. (2024). Проблемы управления рисками банка под воздействием сдерживающей денежно-кредитной политики на примере Silicon Valley Bank. *Банковское дело*, 5.
11. Федеральный закон от № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».
12. Федеральный закон от 08.11.2007 № 259-ФЗ «О цифровых финансовых активах, цифровой валюте и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

13. Фролова, Н. Д. (2018). Агрессивная кредитная политика коммерческих банков: проблемы и решения. *Вестник Института экономики Российской академии наук*, 4, 91–103.
14. Фролова, Н. Д. (2024). *Разработка комплексного подхода к оценке распространенности и противодействию практикам недобросовестного потребительского кредитования*: дис. ... канд. экон. наук.
15. Шарп, У., Александер, Д., & Бейли, Д. (2014). *Инвестиции*: пер. с англ. А. Н. Буренина. М: НИЦ ИНФРА-М., М. 1028 с.
16. Этический кодекс Банка ВТБ. URL: vtbcareer.com/media-files/vtbcareer.com/sitepages/ITonboarding/eticheskij-kodeks.pdf
17. Этический кодекс Московской биржи. URL: https://rspp.ru/upload/uf/c71/su35e6hdgb1ulbokwc9njx6kql6f9rms/%D0%9C%D0%BE%D0%91%D0%B8%D1%80%D0%B6%D0%B0_%D0%BA%D0%BE%D0%B4%D0%B5%D0%BA%D1%81.pdf
18. Abildgren, K., & Kuchler, A. (2021). Revisiting the Inflation Perception Conundrum. *Journal of Macroeconomics*, 67(September).
19. Akerloff, J. (1970). The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, 84/3, 488–500. DOI: 10.2307/1879431
20. Ang, A., Briere, M., & Signori, O. (2012). Inflation and Individual Equities. National Bureau of Economic Research. *Working Paper 17798*. February.
21. Arcand, J. L., Berkes, E., & Panizza, U. (2015) Too much finance? *Journal of Economic Growth*, 20(2), 105–48. <https://doi.org/10.1007/s10887-015-9115-2>
22. Beck, T., Büyükkarabacak, B., Rioja, F. K., & Valev, N. T. (2012). Who Gets the Credit? And Does it Matter? Household vs. Firm Lending Across Countries B. E. *Journal of Macroeconomics*, 12(1), 1–46. <https://doi.org/10.1515/1935-1690.2262>
23. Bernstein, P. L. (1998). *Against the Gods: The Remarkable Story of Risk*.
24. Boatright, J. (2020). *Ethics in Finance*. Third Edition. Wiley Blackwell.
25. Bofinger, P. (2001). *Monetary Policy. Goals, Institutions, Strategies and Instruments*. Oxford University Press.
26. Caporale, G. M., Onorante, L., & Paesani, P. (2010). Inflation and Inflation Uncertainty in the EURO Area. European Central Bank. Eurosystem. *Working Paper Series*, 1229.
27. Carter, M. J. (1989). Financial innovations and financial fragility. *Journal of Economic*, 23(3), 779–793.
28. Charles, A. (2018). Dice Center Working Paper No. 2020-21, 9th Miami Behavioral Finance Conference 2018. URL: <https://ssrn.com/abstract=3223427> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3223427>
29. Code of Ethics and Standards of Professional Conduct. CFA Institute. (2014). URL: <https://www.cfainstitute.org/en/ethics/codes/code-of-ethics-standards-of-conduct-guidance>

30. Deng, X., & Yu, M. (2021). Does the marginal child increase household debt? Evidence from the new fertility policy in China. *International Review of Financial Analysis*, 77, 101870. URL: <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2021.101870>
31. Detmeister, A., Lebow, D., & Peneva, E. (December 5 2016). *Inflation Perceptions and Inflation Expectations. FEDS Notes*. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System. URL: <http://doi.org/10.17016/2380-7172.1882>
32. Doshi, N., & McGregor, L. (2015). *Primed to Perform. How to Build the Highest Performing Cultures Through the Science of Total Motivation*.
33. Fernandez Valdovinos, C., & Gerling, K. (2010). Inflation Uncertainty and Relative Price Variability in WAEMU Countries. *IMF Working Paper WP/11/59*.
34. Fisher, G. (2013). *Investment Choice and Inflation Uncertainty. The London School of Economics and Political Science*. London.
35. Fisher, I. (1930) *The Theory of Interest*. New York: MacMillan.
36. Fisher, S., & Modigliani, F. (1978). Towards Understanding of the Real Effects and Costs of Inflation. *NBER. WP 303*.
37. Friedman, M. (1957). *A Theory of the Consumption Function*. Princeton University Press, Princeton, NJ.
38. Garcia, J., & Werner, T. (March 2010). Inflation Risks and Inflation Risk Premia. European Central Bank. *Working Paper Series, 1162*.
39. Gurov, I. N., & Kulikova, E. Y. (2022). Fertility-Household Credit Burden Nexus at the Present Stage. *Population and Economics*, 6(1), 36–61.
40. Hendry, J. (2013). *Ethics and Finance. An Introduction*. Cambridge University Press.
41. Inflation-Linked Bonds. (2013). *Preserving Real Purchasing Power and Diversifying Risk. Credit Suisse*. Zurich.
42. Jansen, D. (1989). *Does Inflation Uncertainty Affect Output Growth? Further Evidence. July/August*. Federal Reserve Bank of St. Louis, 43–54.
43. Kaneman, D., & Tversky, A. (March 1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, 47(2), 263–291.
44. Kang, J., & Pflueger, C. (February 2015). Inflation Risk in Corporate Bonds. *The Journal of Finance*, LXX(1).
45. Kraus, A., & Litzenberger, R. (December 1983). On the Distributional Conditions for a Consumption-Oriented Three Moment CAPM. *The Journal of Finance*, 38 (5), 1381–1391.
46. Lahiri, K., & Liu, F. (2006). Modelling Multi-period Inflation Uncertainty Using a Panel of Density Forecasts. *Journal of Applied Econometrics*. (21) DOI: 10.1002/jae.88.
47. Leon, F. (2019) Household Credit and Growth: International Evidence. *CREA Discussion Paper Series 19-02*, Center for Research in Economic Analysis, University of Luxembourg. URL: <https://orbilu.uni.lu/handle/10993/38863>

48. Mohd, S., Baharumshah, A., & Fountas, S. (2013). Inflation, Inflation Uncertainty and Output Growth: recent Evidence from ASEAN-5 Countries. *The Singapore Economic Review*, 58(4), 17 p.
49. OECD. (2022). *Institutionalisation of crypto-assets and DeFi – TradFi interconnectedness*. URL: <https://doi.org/10.1787/5d9dddbe-en>
50. Sahay, R., Čihák, M., N'Diaye, P., Barajas, A., Bi, R., Ayala, D., Gao, Y., Kyobe, A., Nguyen, L., Saborowski, Ch., Svirydenka, K., & Yousefi, S. R. (2015). *Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets*. IMF Staff Discussion Note SDN 15/08. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2015/sdn1508.pdf>
51. Standards of Practice Handbook. (2014). CFA Institute. Eleventh Edition. CFA Institute.
52. Vokata, P. (June 27, 2018). Engineering Lemons. *Journal of Financial Economics (JFE)*, Forthcoming, Fisher College of Business Working Paper No. 2020-03-021.

ПРИЛОЖЕНИЕ 1

ПЕРЕГОВОРНАЯ ПОЗИЦИЯ ИНВЕСТИЦИОННОГО ФОНДА LIF

Инвестиционный фонд LIF был основан более 20 лет назад. Фонд предоставляет инвестиции быстрорастущим прибыльным компаниям взамен на долю в их капитале в размере около 10%. Фонд инвестирует преимущественно в технологические компании, но иногда делает исключения для активов в других отраслях. Выход обычно осуществляется через 5–7 лет. За последние 10 лет LIF показал один из лучших результатов по доходности среди сопоставимых фондов.

В этом году фонд столкнулся с трудностями. Во-первых, две портфельные компании не выдержали конкуренцию в своих рыночных нишах, и продажа долей в них не возместит даже исторических инвестиций. Во-вторых, валютные позиции привели к потерям на курсовых разницеах.

Вы являетесь инвестиционным директором фонда LIF. В связи со сложившимися обстоятельствами ваша дальнейшая карьера зависит от того, сумеете ли вы в ближайшее время заключить выгодную сделку. Из всех поступивших заявок на финансирование вы видите серьезный потенциал только в компании TRW.

TRW является инновационной компанией, которая с помощью квадрокоптеров осуществляет доставку готовой еды. Компания была основана всего три года назад и уже в прошлом году получила прибыль. В настоящее время применяемая технология является самой совершенной, а TRW имеет узнаваемый бренд. Однако уже более десяти стартапов, воодушевленных успехами TRW, пытаются скопировать ее технологии. Ваши аналитики детально изучили компанию TRW. Вы уверены, что если LIF предоставит финансирование в размере около 100 млн долл. для масштабирования бизнеса, то TRW усилит свое доминирующее положение на рынке.

Основатель компании TRW пришел к вам на переговоры, чтобы согласовать финальные условия финансирования. Ваша задача — максимизировать по итогам переговоров количество набранных баллов. Также вы понимаете, что если на переговорах не будет достигнута договорен-

ность о предоставлении финансирования, то в ближайшее время вы будете уволены из фонда.

1. Доля фонда LIF в капитале TRW в обмен на инвестиции.

Доля в капитале TRW в обмен на 100 млн долл., %	Количество баллов
13	1300
12	1200
11	1100
10	1000
9	900
8	800
7	700
Менее 7	Правление фонда не согласует сделку

2. Основатели TRW хотят иметь возможность выкупа через три года половины пакета акций, указанного в п. 1.

Стоимость обратного выкупа половины пакета акций	Количество баллов
В 4 раза дороже текущей оценки	300
В 3 раза дороже текущей оценки	150
В 2 раза дороже текущей оценки	100
Обратный выкуп не предусмотрен	0

3. Основатели TRW хотят получить часть инвестиций в виде спецдивидендов (эта часть инвестиций выплачивается основателям, остальные инвестиции направляются на развитие TRW).

Спецдивиденды	Количество баллов
5 млн долл.	400
10 млн долл.	200
15 млн долл.	0
Более 15 млн долл.	Правление фонда не согласует сделку

4. Дополнительные условия.

Дополнительные условия	Количество баллов
Представитель фонда войдет в совет директоров TRW	400
TRW обязана согласовывать с фондом сделки стоимостью более 1 млн долл.	100
TRW переведет обороты по расчетным счетам в банк, в котором у фонда LIF есть небольшая доля в капитале	50
LIF примет обязательства не инвестировать в другие стартапы, занимающиеся доставкой товаров, без согласования с TRW	−200
Компания внедрит стандарты этики и профессионального поведения, рекомендованные фондом LIF	30
Компания имеет право запросить дополнительное финансирование у фонда LIF в размере 20 млн долл.	0

В конце переговоров рассчитайте ваши баллы. Заполните один протокол на группу из двух сторон и отправьте его преподавателю.

Протокол согласования финальных условий финансирования

*(в группе заполняется только один протокол
любым участником переговоров)*

Дата: _____

1. LIF предоставляет финансирование в обмен на _____ % в капитале TRW.

2. Условия обратного выкупа половины пакета акций

2.1

	Да	Нет
Через три года основатели TRW имеют право выкупить половину пакета акций, указанного в п. 1 протокола		

2.2. Если в п. 2.1 отмечено «Да», то укажите цену выкупа:

по цене, в _____ раз превышающей первоначальную оценку.

3. После получения финансирования основателям TRW будут выплачены спецдивиденды в размере _____ млн долл.

4. Дополнительные условия

	Да	Нет
Представитель фонда войдет в совет директоров TRW		
TRW обязана согласовывать с фондом сделки стоимостью более 1 млн долл.		
TRW переведет свои обороты по расчетным счетам в банк, указанный фондом LIF		
LIF обязуется не инвестировать в другие стартапы, занимающиеся доставкой товаров, без согласования с TRW		
TRW внедрит стандарты этики и профессионального поведения, рекомендованные фондом LIF		
TRW имеет право запросить у фонда LIF дополнительное финансирование в размере 20 млн долл.		

Итого баллов у LIF	Итого баллов у TRW

Максимально возможное количество баллов у каждой из сторон различается.

Представители LIF

Представители TRW

ФИО

ФИО

ПРИЛОЖЕНИЕ 2

ПЕРЕГОВОРНАЯ ПОЗИЦИЯ КОМПАНИИ TRW

Компания TRW является инновационной компанией, которая с помощью квадрокоптеров осуществляет доставку готовой еды. TRW основана всего три года назад и уже в прошлом году получила прибыль. В настоящее время применяемая технология является самой передовой, а TRW имеет узнаваемый бренд.

Такой успех имеет и обратную сторону. Уже более десяти стартапов, воодушевленных примером TRW, пытаются скопировать ее бизнес-модель и технологии. Чтобы обеспечить безоговорочное лидерство на рынке, вам необходимо в кратчайшие сроки получить финансирование для масштабирования бизнеса. Требуемый объем инвестиций находится в диапазоне 70—100 млн долл. и может несколько изменяться в связи с непредвиденными обстоятельствами.

Вы являетесь сооснователем TRW. В течение последних недель вы активно вели переговоры о финансировании с несколькими инвестиционными фондами, и все они готовы профинансировать ваш бизнес. Однако только фонд LIF готов дать всю запрошенную сумму инвестиций в размере 100 млн долл. уже в этом месяце. Поскольку любое промедление может привести к потере лидерских позиций на рынке, вы с партнерами решили, что вам необходимо привлечь финансирование именно в фонде LIF.

Инвестиционный фонд LIF был основан более 20 лет назад. Фонд предоставляет инвестиции быстрорастущим прибыльным компаниям взамен на долю в их капитале в размере около 10%. Фонд инвестирует преимущественно в технологические компании, но иногда делаются исключения для компаний из других отраслей. Выход осуществляется обычно через 5—7 лет. За последние 10 лет LIF показал один из лучших результатов по доходности среди сопоставимых фондов, однако сейчас некоторые портфельные компании фонда демонстрируют не самые лучшие результаты. Тем не менее многолетняя история и экспертиза фонда LIF все равно делают его привлекательным партнером.

Вы приехали на встречу с директором фонда LIF для обсуждения финальных условий сделки. Ваша задача — максимизировать по итогам

переговоров количество набранных баллов. Вы понимаете, что у вашей компании отличные перспективы, но если договоренности о финансировании сейчас не будут достигнуты, то скоро появятся более крупные игроки, которые вытеснят TRW с рынка.

1. Доля фонда LIF в капитале TRW в обмен на инвестиции.

Доля в капитале TRW в обмен на 100 млн долл., %	Количество баллов
5	1000
6	900
7	800
8	700
9	600
10	500
11	400
Более 11	Ваши партнеры не согласуют сделку

2. Основатели TRW хотят иметь возможность выкупа через три года половины пакета акций, указанного в п. 1.

Стоимость выкупа	Количество баллов
В 2 раза дороже текущей оценки	500
В 3 раза дороже текущей оценки	300
В 4 раза дороже текущей оценки	100
Обратный выкуп не предусмотрен	0

3. Основатели TRW хотят получить часть инвестиций в виде спецдивидендов (эта часть инвестиций выплачивается основателям, остальные инвестиции направляются на развитие TRW).

Размер спецдивидендов	Количество баллов
25 млн долл.	600
20 млн долл.	500
15 млн долл.	400
10 млн долл.	300
Менее 10 млн долл.	Ваши партнеры не согласуют сделку

4. Дополнительные условия.

Дополнительные условия	Количество баллов
Представитель фонда войдет в совет директоров TRW	0
TRW обязана согласовывать с фондом сделки стоимостью более 1 млн долл.	–100
TRW переведет обороты по расчетным счетам в банк, в котором у фонда LIF есть небольшая доля в капитале	0
LIF примет обязательства не инвестировать в другие стартапы, занимающиеся доставкой товаров, без согласования с TRW	200
Компания внедрит стандарты этики и профессионального поведения, рекомендованные фондом LIF	30
Компания имеет право запросить дополнительное финансирование у фонда LIF в размере 20 млн долл.	300

В конце переговоров рассчитайте ваши баллы. Заполните один протокол на группу из двух сторон и отправьте его преподавателю.

**Протокол согласования финальных условий
финансирования**

*(в группе заполняется только один протокол
любым участником переговоров)*

Дата: _____

- 1. LIF предоставляет финансирование в обмен на _____% в ка-
питале TRW.
- 2. Условия обратного выкупа половины пакета акций
- 2.1

	Да	Нет
Через три года основатели TRW имеют право выкупить половину пакета акций, указанного в п. 1 протокола		

- 2.2. Если в п. 2.1 отмечено «Да», то укажите цену выкупа:
по цене, в _____ раз превышающей первоначальную оценку.
- 3. После получения финансирования основателям TRW будут вы-
плачены спецдивиденды в размере _____ млн долл.
- 4. Дополнительные условия

	Да	Нет
Представитель фонда войдет в совет директоров TRW		
TRW обязана согласовывать с фондом сделки стоимостью более 1 млн долл.		
TRW переведет свои обороты по расчетным счетам в банк, указанный фондом LIF		
LIF обязуется не инвестировать в другие стартапы, занимающиеся доставкой товаров, без согласования с TRW		
TRW внедрит стандарты этики и профессионального поведения, рекомендованные фондом LIF		
TRW имеет право запросить у фонда LIF дополнительное финансирование в размере 20 млн долл.		

Итого баллов у LIF	Итого баллов у TRW

Максимально возможное количество баллов у каждой из сторон различается.

Представители LIF

Представители TRW

ФИО

ФИО

Электронное издание сетевого распространения.
Оригинал-макет – А. В. Плотников. Оформление обложки – А. В. Плотников.
4,75 печ. л. Опубликовано 29.11.2024.
Издательство «ЭФ МГУ имени М.В. Ломоносова»;
www.econ.msu.ru; +7 (495) 939-17-15

Учебное издание

Гуров Илья Николаевич

**ЭТИКА
И ПРОФЕССИОНАЛЬНЫЕ СТАНДАРТЫ
В ФИНАНСАХ**

Учебно-методическое пособие

ISBN 978-5-907690-65-3

