

ФИНАНСОВАЯ ЭКОНОМИКА

С.К. Дубинин¹,

ОАО Банк ВТБ (Москва, Россия)

ЭВОЛЮЦИЯ РЕГУЛИРОВАНИЯ ГЛОБАЛЬНОГО ФИНАНСОВОГО РЫНКА В ПЕРИОД ПОСЛЕКРИЗИСНОГО ВОССТАНОВЛЕНИЯ МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ

В статье сделан акцент на изменении регулирования финансовых рынков за рубежом после финансового кризиса 2007–2009 гг. и даны комментарии об эффективности такого регулирования. Отдельно проанализированы риски, которые создает для финансового сектора рынок деривативов, и предложены механизмы повышения прозрачности и устойчивости этого рынка. Рассмотрено, как введение в США правил FATCA и FCPA повлияет на российский финансовый сектор, на возможность продолжения российскими банками зарубежных финансовых операций, на стоимость заимствований для российских компаний, а введение налога Тобина — на международные финансовые операции в Европе. Описаны изменения в области операций с офшорными юрисдикциями, которые происходят в мире, и опыт формирования международных финансовых центров за рубежом. В том числе приведена информация о том, какие меры предпринял эмират Дубай для превращения в международный финансовый центр. В заключении разобраны вопросы повышения инвестиционной привлекательности России и возможности создания в стране международного финансового центра.

Ключевые слова: нормативы «Базель», рейтинговые агентства, секьюритизация, кредитный дефолтный своп (CDS), обеспеченные долговые обязательства (CDO), деривативы, программы количественного смягчения (QE), Европейский центральный банк (ЕЦБ), налог Тобина.

S.K. Dubinin,

VTB Bank (Moscow, Russia)

EVOLUTION OF THE GLOBAL FINANCIAL MARKET REGULATION IN THE POST-CRISIS PERIOD OF GLOBAL ECONOMIC RECOVERY

This article focuses on changes in regulation of financial markets abroad after the financial crisis of 2007–2009 and provides comments on the effectiveness of such regulation. Specially the author analyzes the risks that the derivatives market creates for the financial sector and proposes mechanisms to enhance transparency and stability of the market. The author considers how introduction rules of FATCA and FCPA to the U.S. will influence on the financial sector, the possibility of continuing Russian banks overseas financial transactions, the cost

¹ Дубинин Сергей Константинович, докт. экон. наук, доцент, председатель Наблюдательного совета; тел.: +7 (495) 939-55-89; e-mail: dsk@vtbcapital.com

of loans to Russian companies. Also the author writes how the introduction of Tobin tax will impact on international financial transactions in Europe. He describes the changes in the area of offshore jurisdictions in the world occur. There is the experience of creating an international financial center abroad. He gives information on what measures taken to transform the emirate of Dubai to International Financial Centre. In conclusion, the author proposes measures of increase of investment attractiveness of Russia and the possibility of establishing a Russian international financial center.

Key words: Basel standards, rating agencies, securitization, credit default swaps (CDS), collateralized debt obligations (CDO), derivatives, programs of the quantitative easing (QE), the European Central Bank (ECB), the Tobin tax.

Во время преодоления мирового финансового и экономического кризиса 2007–2009 гг. произошла реорганизация глобальной финансовой системы. Речь идет прежде всего о формировании новых стандартов ведения финансового бизнеса, которые определяют принципы поведения на глобальных финансовых рынках. Серия соглашений «Базель I, II, III» создала правила банковского корпоративного управления, управления рисками и compliance. В тех же соглашениях есть унифицированные требования к пруденциальному банковскому надзору и регулированию.

Важными вехами глобальной реорганизации явились договоренности в рамках G-20, а также OECD (Organisation for Economic Cooperation and Development — Организация экономического сотрудничества и развития) о единообразном подходе к налоговым требованиям в странах с офшорной юрисдикцией. Практически все такие территории согласились раскрывать информацию об инвестициях, депозитных вкладах в банки, сделках и их бенефициарах.

Некоторые стандарты и правила ведения бизнеса на мировых финансовых рынках были внедрены в рамках зоны евро (так называемый банковский союз), некоторые — в одностороннем порядке законодательством США (Dodd—Frank Act (Акт Додда—Фрэнка), FCPA (Foreign Corrupt Practices Act — Закон о коррупции за рубежом), FATCA (Foreign Account Tax Compliance Act — Закон о налогообложении иностранных счетов). Однако в силу резервного статуса данных валют они привнесли обязательные для исполнения регламенты в практику международных финансовых операций.

Очевидная осторожность инвесторов (как институтов финансовой системы, так и корпораций индустриального сектора и сферы нефинансовых услуг) в деле расширения бизнеса явление не случайное. Инвестиции в развитие старых традиционных видов производства товаров и услуг остаются делом высокорисковым, особенно в свете обострения международной конкуренции.

Реорганизация системы государственного вмешательства и регулирования финансовых рынков происходит одновременно на

глобальном и на национальном уровнях. Вырабатывается новая система стандартов и правил проведения финансовых операций. Она не игнорирует прошлую практику, но призвана учесть опыт кризисных событий последних лет.

Надо отметить, что среди исследователей и государственных чиновников нет единого мнения по поводу подходов к процессу реорганизации. Так, М. Симкович [Simkovic, 2009] считает, что во многом финансовый кризис 2007—2009 гг. в США был вызван особенностями законодательного регулирования залогов на недвижимость в этой стране. Непрозрачная структура залогов по ипотечным облигациям усложнила кредиторам, в том числе инвестиционным банкам, процедуру взыскания долгов в случае банкротства заемщика. Примером тому является попытка Deutsche Bank в американском суде изъять заложенное по ипотечным облигациям жилье у собственников-должников, которые не смогли расплатиться по кредитам. Суд отказал банку в изъятии у должников заложенной недвижимости, так как у представителей Deutsche Bank не было подлинников закладных на дома, которые необходимо предъявлять в оригинале при обращении взыскания кредитора на имущество должника. Отсутствие этих документов было вызвано сложной и запутанной схемой оформления ипотечных облигаций, при которой кредиторам (покупателям облигаций) не были переданы подлинные документы, дающие право обратиться взыскание на заложенное имущество. М. Симкович считает, что американский конгресс сможет предотвратить будущие финансовые кризисы путем совершенствования законодательства в области обращения ипотечных облигаций. Он предлагает обязать привязывать все ипотечные облигации к конкретным документам на недвижимость и запретить обращения финансовых ипотечных инструментов, которые не привязаны к конкретным закладным документам.

Аналогичной позиции придерживается и В.В. Брэттон [Bratton, 2013]. Он утверждает, что три скандала в течение последних тридцати лет (обвинение в мошенничестве с ценными бумагами М. Милкена в 1988 г., банкротство компании Enron в 2001 г., наложение штрафа на банк Goldman Sachs в 2010 г. за нарушение интересов клиентов при размещении облигаций ABACUS) изменили принципы регулирования предпринимательской деятельности. В.В. Брэттон обращает внимание, что все эти нарушения произошли благодаря деятельности компаний специального назначения (special purpose entity — SPE). SPE является новой и широко используемой формой ведения бизнеса. Так, банки и финансовые организации создают специальные синтетические продукты и продают их не от своего имени, а от имени SPE, что позволяет убирать со своего баланса высокорисковые активы и путем «переупаковывания» пре-

вращать их во внешне низкорисковые. Однако, как показал опыт после 2008 г., регуляторы и суды все равно перекладывают на банки долги, которые возникают из-за деятельности этих организаций².

Х.Б. Шэдэб [Shadab, 2010] в своей статье подчеркивает важность регулирования и повышения прозрачности CDS, особенно когда они продаются страховыми, а также специально созданными при банках дочерними компаниями, так как в данном случае сложно адекватно оценить риски, принимаемые банками. Продажа банками высокорисковых активов через свои «нерегулируемые» дочерние фирмы временно может маскировать риски, но солидарная ответственность по этим убыткам может быть возложена и на банки.

П. Кругман в книге *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008* [Krugman, 2008] указывает, что для предотвращения следующих финансовых кризисов, необходимо ограничить возможности для финансовых институтов по бездумному совершению финансовых операций. Он призывает более тщательно регулировать деятельность всех финансовых организаций, в том числе хедж-фондов, а не только банков. «Все, кто делает то же, что делает банк, все, кого во время кризиса нужно спасать, как спасают банки, должны регулироваться как банки» [Ibid.].

На протяжении двух десятилетий до финансового кризиса 2007–2009 гг. и связанного с ним глубокого спада производства структура мирового экономического роста характеризовалась опережающим развитием сферы финансовых услуг по сравнению с иными секторами национальных экономик. Инвестиционный процесс стимулировался, подпитывался неуклонно нараставшим объемом денежных потоков, циркулировавших на глобальных финансовых рынках [Астапов, 2011].

Ускоренное развитие финансовых инноваций нашло выражение в многообразии новых финансовых инструментов и в возникновении соответствующих рынков, прежде всего рынков производных финансовых бумаг, деривативов. Наиболее известен стал процесс секьюритизации ипотечных кредитов непервоклассных заемщи-

² По информации газеты «Ведомости», в марте 2012 г. нью-йоркский суд удовлетворил иск хедж-фонда Dodona к банку Goldman Sachs о компенсации убытков. Фонд утверждал, что в конце 2006 г. банк сформировал два транша CDO под названием Hudson Mezzanine Funding, обеспеченных ценными бумагами на 2 млрд долл., в которые в свою очередь были упакованы кредиты на покупку жилья. Созданы эти CDO, по мнению фонда, были для того, чтобы снять с баланса Goldman Sachs высокорискованные ипотечные ценные бумаги. В апреле 2011 г. подкомитет сената США по расследованиям пришел к заключению, что банк пытался не только сбыть эти бумаги, но и заработать на них за счет клиентов: сперва продал Hudson, а затем играл на их понижение. По утверждению хедж-фонда Dodona, купив инструменты на 4 млн долл. по 95% от номинала, он примерно через год, в октябре 2007 г., продал их по 2,5% [Оверченко, 2012].

ков. Формирование на основе пулов ипотечных кредитов производных инструментов, торгуемых на рынке (CDO), привело к возникновению гигантского рыночного пузыря.

Крах котировок на данном рынке послужил спусковым механизмом глобального финансового кризиса 2007—2009 гг. Вместе с тем в посткризисный период объем рынка деривативов не только не сократился, но напротив, вырос. В период выхода из кризиса ускоренный рост объемов наиболее рискованных операций с производными инструментами продолжился. Если в 2007 г. объем деривативов, принадлежавших пяти крупнейшим банкам США, превышал объем их иных активов в 33,6 раза, то в 2011 г. это превышение выросло в 50,8 раза.

Современная финансовая система возникла как результат двух потоков инноваций. С одной стороны, IT technologies создали сеть для передачи данных о финансовых сделках. Потоки этой информации имели невиданные ранее масштабы. С другой стороны, предложение новых финансовых инструментов стало ответом на нарастающий спрос на услуги финансового рынка. Устойчивое увеличение в течение ряда десятилетий объемов сбережений, которые трансформировались в инвестиции, в рынок ценных бумаг, породило предложение финансовых инноваций. Плюсы и минусы такого развития стали очевидны в ходе финансового кризиса.

Весь данный инструментарий инноваций в финансовых услугах — рынок деривативов, рынки срочных товарных инструментов, операции по хеджированию рисков, сделки по венчурным инвестициям — тесно связан с высокими технологиями. Один вид инноваций — технических — теряет смысл без другого — финансовых.

Финансовые инновации в сфере деривативов на финансовом и товарном рынках создали за два предкризисных десятилетия необходимые и достаточные условия для наращивания инвестиций в странах развивающихся экономик. Инновации в финансовом секторе позволили наращивать денежные потоки, без которых невозможно было бы построить инновационные современные промышленные предприятия и обеспечить спрос на их продукцию.

Последние десятилетия стали временем создания зрелой инфраструктуры глобального финансового рынка. Рост рынка синдицированных займов и кредитов, рынка паев и долей в инвестиционных фондах естественно сочетался с институциональным развитием — формированием разнообразных фондов, действующих в сферах с различными уровнями инвестиционных рисков и сроками вложения средств. Важнейшей частью участников финансового рынка оказались институциональные инвесторы, прежде всего пенсионные фонды, страховые компании, фонды медицинского страхования — как государственные, так и частные. При принятии инвес-

тиционных решений все больше стали опираться на результаты работы аудиторских, оценочных и рейтинговых компаний.

Потенциальный инвестор располагает невиданной ранее по широте предлагаемых вариантов свободой выбора направлений вложения средств. Вместе с тем никогда прежде не было столь очевидных ограничений для инвестора в возможности грамотно оценить риски инвестиционных решений. Колоссально выросли и возможности манипулирования поведением участников финансовых рынков. Решения, принимаемые по поводу определения допустимого уровня риска по конкретным видам сделок и инструментов в сочетании с рисками операционными, валютными, политическими, определяют на конкретный исторический момент оценку уровня конкурентоспособности национальных финансовых систем, действующих в тесной взаимосвязи с глобальными рынками.

Серия рыночных «пузырей» и последующих кризисных падений стоимости ценных бумаг привела к осознанию необходимости более надежных методов оценки рисков операций с финансовыми инструментами. Однако операции хеджирования финансовых рисков с помощью производных инструментов не признаются безусловно надежными. Доверие со стороны инвесторов к рейтинговым оценкам в значительной степени подорвано. В этих условиях снижение инвестиционной активности стало естественным следствием утраты доверия инвесторов к способности финансовых институтов оценивать риски и принимать на себя функции по защите интересов вкладчиков.

Наступил период очередного пересмотра «правил игры» и переосмысления масштабов и методов государственного регулирования финансовых систем как на национальном, так и на международном уровне. Предстоит отделить краткосрочные антикризисные мероприятия правительств и центральных банков от долгосрочных стратегических изменений в подходе к регламентации правил движения финансовых потоков. Пришло время выработки нового комплекса правил регулирования финансового рынка.

Глобальный характер современного финансового рынка и общемировой размах кризиса, казалось бы, предопределили необходимость придать регулированию этого рынка наднациональный характер. В период кризиса, однако, стало очевидным, что при глобальном объекте регулирования (мировой финансовый рынок) реальным действующим лицом, регулятором, может выступать только национальный субъект (правительства национальных государств). Однако именно данный факт сделал особенно актуальным межгосударственное сотрудничество на основе переговоров.

Новым трендом в развитии системы межгосударственных соглашений стали многочисленные инициативы по заключению до-

говоров о либерализации условий торговли и инвестиций. Наиболее известные из них — переговоры США и ЕС о создании Трансатлантического партнерства по торговле и инвестициям (Transatlantic Trade and Investment Partnership — ТТИР), начатые в 2013 г. В соответствии с графиком этих переговоров их завершение планируется к 2015 г.

Российские аналитики подчеркивают, что речь идет не о создании зоны свободной торговли (ЗСТ) в классическом смысле слова, ведь уже сейчас лишь около 4% товаров, которыми торгуют между собой ЕС и США, облагается пошлинами. Большие ожидания возлагаются на инвестиционную составляющую двусторонних отношений.

Нужно отметить, что круг стран, вовлеченных в обсуждение свободы торговли в сочетании с поощрением иностранных инвестиций, весьма обширен. ЕС ведет такие обсуждения с различным успехом в рамках программ партнерства со странами Средиземноморья, Восточной Европы. Заключены подобные соглашения с Канадой и Мексикой, продолжаются переговоры с Японией, Индией, Китаем, Южной Кореей, странами АСЕАН.

В свою очередь Китай проявляет самостоятельные инициативы в поиске соглашений данного рода со странами Юго-Восточной Азии, включая АСЕАН. Очень большое внимание все крупнейшие экономические игроки уделяют сегодня именно тихоокеанскому направлению торговли и инвестиций.

Таким образом, усилия по стимулированию внешнеэкономических связей в целях обеспечения экономического роста и выхода из кризиса приняли в последние годы реально общемировой характер. Именно эти идеи послужили основой для разработки документов в рамках саммита G-20 в Санкт-Петербурге летом прошлого года, в которых подчеркивалась необходимость общих скоординированных действий для поощрения роста инвестиций.

Значительное внимание сегодня уделяется реформированию регулирования финансового рынка. Действия в этой области сосредоточены на нескольких самостоятельных направлениях:

- во-первых, укрепление банковской системы, достаточности капитала банков (принципиальное значение должна иметь внутрибанковская система оценки принимаемых рисков и создания резервов);

- во-вторых, реорганизация рынков производных финансовых инструментов (вопрос не сводится к правилам торговли, но включает в себя ряд ограничений для финансовых учреждений принимать участие в сделках с такими инструментами);

- в-третьих, обсуждение вопросов налогообложения финансовых операций и доходов от них, которое приобрело самостоятельное значение.

Общепризнанными точками отсчета начала глобального финансового кризиса стали заявление французского банка BNP Paribas в августе 2007 г. о колоссальных потерях на рынке сабпрайм ипотеки, а затем банкротство американского банка Lehman Brothers в сентябре того же года. Конкретные проблемы возникли прежде всего на рынках CDS и CDO на пакеты ипотечных кредитов США невысшего качества (subprime).

Спустя пять лет экономическая жизнь стала жестче, тяжелее и отчасти перестала поддаваться рациональному управлению на базе привычных, наработанных в течение многих десятилетий решений. Россия не является исключением. Ее экономические проблемы усложнились и пока они далеки от разрешения. Но уже сегодня понятно, что решать их нужно в тесном взаимодействии с партнерами и с учетом глобальных тенденций развития.

Экономический кризис 2007–2009 гг. начался с обвала глобальных финансовых рынков. Немедленная и далеко не всегда глубоко продуманная реакция правительств и центральных банков ведущих стран — финансовых центров — все же оказалась оправданной и в целом успешной. Центральные банки предприняли усилия по «накачке» банков, оказавшихся на грани краха, ликвидными средствами. Целый ряд кредитных институтов был национализирован в целях предотвращения их банкротства. В ряде стран, включая Россию, центральные банки вынуждены были предоставить гарантии по всем межбанковским транзакциям.

После прохождения наиболее острой фазы кризиса Банк Японии, Банк Англии и Федеральная резервная система (ФРС) США приступили к выполнению программ «количественного смягчения» и осуществили масштабное увеличение денежного предложения³. При этом приобретение ФРС рыночных ценных бумаг у коммерческих банков привело к концентрации ликвидных ресурсов на балансах коммерческих банков. Однако они одновременно прибегли к размещению временно свободных ресурсов на счетах центрального банка в значительном масштабе. Таким образом банки избежали риска использования данных средств в качестве источника для наращивания кредитования экономики при отсутствии надежных методов гарантии их возврата.

Примененные чрезвычайные меры сработали. Удалось не допустить повторения ситуации 1929–1932 гг., когда реальный сектор ведущих мировых экономик был готов к эксплуатации, но бездействовал, так как никто из владельцев основных производственных фондов не мог реализовать продукцию предприятия с прибылью.

Такие международные форумы, как G-20, встречи глав «Группы восьми», стран BRICS, годовые собрания IMF (International Monetary

³ Данная политика продолжается и в настоящее время.

Fund — Международный валютный фонд), World Bank (Всемирный банк), EBRD (European Bank for Reconstruction and Development — Европейский банк реконструкции и развития), сейчас являются площадками для переговоров. Здесь правила экономической жизни могут согласовываться и утверждаться в предварительном порядке. Согласно договору о присоединении к WTO (World Trade Organization — Всемирная торговая организация), эта организация обладает возможностью мониторить исполнение ранее принятых обязательств и проводить рассмотрение и обсуждение допущенных нарушений. Аналогичный механизм — сначала согласование в ходе переговоров, затем одобрение и внедрение согласованных правил национальными властями и отслеживание их результатов — лежит в основе работы Базельского комитета по банковскому надзору.

Проекты создания наднациональных регулирующих органов для глобального финансового рынка пока не обсуждаются. Только Европейская комиссия и Европейский парламент претендуют на право принимать решения, обязательные для стран-участниц. Но реальная власть аппарата ЕС весьма ограничена.

Опыт кризисных лет показал, что весь комплекс надгосударственных органов ЕС также не в состоянии действовать без согласования с национальными правительствами. Многолетние усилия евробюрократии настоять на выполнении Маастрихтского соглашения, которое предусматривало снижение дефицита бюджетов государств — участников зоны евро, не принесли заметного результата. Национальные правительства в гораздо большей степени ориентировали бюджетную политику на текущие требования электората своих стран, чем на принятые до кризиса обязательства. А такие политические соображения вели к увеличению бюджетных расходов и росту государственных долгов (табл. 1).

Таблица 1

Доля государственного долга в ВВП (%)

Страны	2007 г.	2013 г.	2014 г. (прогноз)
США	64	106	107
Великобритания	44	92	95
Япония	183	244	242
ФРГ	65	80	78
Франция	64	93	94
Греция	107	176	174
Еврозона	66	96	96

Источник: World Economic Outlook, 2013.

Решения по преодолению кризиса государственного долга в периферийных странах ЕС, а также по спасению национальных банковских систем принимались на саммитах лидеров национальных правительств еврозоны и Евросоюза в целом. Согласно межправительственным соглашениям, были созданы «спасательные» финансовые фонды. Первым шагом являлось учреждение Европейского фонда финансовой стабильности (European Financial Stability Facility — EFSF), затем фондов Европейского стабилизационного механизма (European Stability Mechanism — ESM) и Европейского финансового стабилизационного механизма (European Financial Stabilization Mechanism — EFSM). В основу указанных соглашений легла возможность использования бюджета ЕС в качестве ресурса для залогов, привлечения финансовых средств на рынке, но реальные решения об их применении согласуются на многосторонних совещаниях министров финансов стран ЕС.

Хотя соглашение о зоне евро предусматривало создание некоего наднационального регулятора — Европейского центрального банка (ЕЦБ), в действительности он таковым не стал. Функции ЕЦБ достаточно ограничены, они гораздо уже, чем у национальных центральных банков стран, не входящих в еврозону. ЕЦБ эмитирует евро, устанавливает свою ставку при предоставлении кредитов коммерческим банкам, имеет право выкупать у банков пакеты ценных бумаг. Прямые операции ЕЦБ на финансовом рынке не допускаются. Предложение денег и дисконтная ставка являются его единственными методами регулирования.

Попытки придать ЕЦБ функции надзора и регулятора банковских систем в еврозоне, наделить его правом введения обязательных для коммерческих банков нормативов и решений были одобрены, но не реализованы в полной мере. Страны ЕС приступили к запуску Европейского банковского союза лишь в 2014 г.

При разработке методов стабилизации финансового сектора внимание властей каждой из стран в годы кризиса было направлено прежде всего на укрепление банковской системы как стержневой конструкции, а также глобальных и национальных финансовых рынков. Всем, кто имел хоть какое-то отношение к финансовым рынкам, было ясно, что серийное банкротство банков по принципу домино неизбежно приведет к мировой депрессии, как девяносто лет назад.

Как уже упоминалось выше, для устранения кризисных явлений Банк Японии, Банк Англии, Федеральная резервная система США приступили к программам «количественного смягчения» и осуществили масштабное увеличение денежного предложения. Значительная часть денежной эмиссии была использована для прироста капитала и формирования резервов банковских систем. Денежные

вливания обеспечили покрытие убытков на балансах финансовых институтов.

Стало очевидным, что проблемы финансовых рынков шире, чем угроза дестабилизации только лишь банковской системы. Угроза краха крупных страховых институтов, например американской AIG, инвестиционных банков или ведущих инвестиционных фондов (hedge-funds) потенциально не менее опасна.

Неудачи при попытках надежно оценивать риски кредитования и инвестиций заставили задуматься об усилении надежности балансов банковских учреждений. Эти вопросы мировое банковское сообщество попыталось решить путем принятия стандартов требований, согласованных в рамках Базельского комитета по банковскому надзору при Банке международных расчетов («Базель-II» и «Базель-III»). Применение указанных требований в период кризиса привело к констатации серьезного дефицита капитала и сверхнормативного уровня левериджа. Данные соглашения также вырабатывались с участием центральных банков и министерств финансов ведущих государств, включая Россию. Фактически общая направленность этих соглашений — уменьшение риска чрезмерного роста необеспеченного кредитования, снижение темпов роста кредитной экспансии.

Осуществив национализацию ряда банков своих стран, некоторые правительства, например Великобритании или Испании, сняли угрозу немедленного банкротства. Однако нехватка капитала на фоне роста рискованности активов не исчезла ни для частных, ни для государственных банков. Внутренние рейтинговые формулы оценки банковских рисков, расчет коэффициентов ликвидности, коэффициентов левериджа не укрепили уверенность менеджмента банков и их клиентов в безопасности операций.

В США аналогичные задачи решались в рамках принятия закона Додда — Фрэнка (Dodd — Frank Act). Основные его требования были посвящены вопросам корпоративного управления (corporate governance), комплаенс-контроля (compliance), а также информационной прозрачности и правилам консолидированного бухгалтерского учета. Частью этого закона явилось «правило Волкера», согласно которому устанавливались ограничения размеров спекулятивных активов на банковском балансе. Был введен юридический запрет на приобретение деривативов за счет привлеченных в депозиты средств частных лиц. Торговля производными инструментами должна была осуществляться банками исключительно на организованных рынках (биржевая торговля).

В 2013 г. в Америке вступил в силу закон «О налогообложении иностранных счетов» (Foreign Account Tax Compliance Act — FATCA), согласно которому Служба внутренних доходов страны (Internal

Revenue Service — IRS) получила право требовать от финансовых учреждений раскрытия информации о счетах налогоплательщиков США. В указанном нормативном акте было дано расширенное определение понятия «налогоплательщик»: от физических лиц — налоговых резидентов до юридических лиц, американских и иностранных, если доля контроля в капитале этих лиц со стороны резидентов США составляет 10% и более. Задача закона состоит в том, чтобы обеспечить сбор налогов в бюджет США со всех доходов таких налогоплательщиков, полученных ими по всему миру.

В рамках FATCA власти США имеют право обращаться с требованием о предоставлении информации ко всем финансовым организациям во всех странах. Большинство правительств ведущих стран — партнеров США, включая членов ЕС, предпочли заключить с американской стороной межправительственные соглашения о формате сотрудничества в целях осуществления режима данного закона. Для многих национальных правительств FATCA послужил поводом для принятия аналогичных решений. Можно констатировать, что требования по раскрытию налоговой информации банками и другими финансовыми организациями о своих клиентах становятся международной нормой.

Ассоциация российских банков (АРБ) обратилась в Министерство финансов РФ, Банк России и МИД с запросом разъяснить правила действия российских финансовых организаций в связи с FATCA. В ответ АРБ получила письмо Минфина, в котором говорилось: «Обмен информацией с американской стороной должен строиться на взаимной основе, осуществляться не на основе какого-либо специального межправительственного соглашения, а строго в рамках российско-американского Договора об избежании двойного налогообложения от 17.06.1992 г. и подвергаться всем ограничениям, которые установлены в отношении подобного обмена российским законодательством, внесение изменений в которое ради выполнения требований FATCA должно быть абсолютно исключено» [Россия и мир..., 2013].

Однако позднее возобладал более прагматичный подход к решению данной проблемы. В начале 2014 г. было подготовлено соглашение между налоговыми службами России и США об обмене информацией о налогоплательщиках. Однако из-за осложнения политических отношений между двумя странами подписание соглашения было фактически отложено. Сейчас на повестке дня стоит задача изменения законодательства РФ и разрешения российским банкам заключать подобные соглашения с властями США на двусторонней основе. Если этого не будет сделано, то с первого июля 2014 г. может возникнуть угроза применения штрафов в размере 30% по любым переводам долларовых средств по корреспондентским счетам.

В схожем ключе развивается ситуация, связанная с принятием закона США «О противодействии коррупции за рубежом» (Foreign Corrupt Practices Act — FCPA). После кризиса 2007–2009 гг. практика его применения приобрела экстерриториальный характер. В восьми из десяти случаев расследования и наложения крупных санкций в соответствии с данным законом дело касалось иностранных компаний. Так, согласно FCPA, многомиллионным штрафам могут подвергаться не только граждане США, американские компании или действия иностранцев на территории США, но и все акционерные общества, осуществляющие любые сделки с резидентами США или котирующие свои акции на биржах США, а также их менеджеры [Эксперт, 2012, с. 45].

Не менее значимым явлением стало применение налога на финансовые трансакции (налог Тобина). Решение о его введении с 2013 г. было принято во Франции. Руководители стран еврозоны принципиально одобрили его применение. Основным противником применения налога Тобина в масштабах ЕС до сих пор является правительство Великобритании. Оно опасается, что дополнительные затраты такого рода резко понизят конкурентоспособность Лондона как финансового центра глобального рынка.

В данном контексте следует упомянуть проблему применения санкций, пусть даже весьма ограниченных по масштабам, к российским финансовым институтам. Отказ официальных властей ЕС и США от стандартов и норм международного сотрудничества ухудшает оценки российского странового риска. За этим следует требование ко всем банковским учреждениям, которые будут потенциальными кредиторами российских компаний и банков, предусматривать повышенные нормы резервирования по таким операциям (например, 100% задолженности). Это уже стало актуальной проблемой и привело в настоящее время к сокращению внешнего кредитования российской экономики или к ужесточению его условий.

С учетом того факта, что транспарентность финансовой информации, включая перечень конечных бенефициаров — собственников активов, зарегистрированных в офшорных юрисдикциях, является сегодня требованием такой международной организации, как Организация экономического сотрудничества и развития (Organisation for Economic Co-operation and Development — OECD), российским властям предстоит тщательно проанализировать методы обмена налоговой информацией. Стремление России вступить в состав OECD неизбежно приведет к изменениям в российских законах и практике их применения.

Налоговая тематика приобрела особую актуальность в условиях кризиса государственного долга во всех ведущих странах OECD.

Увеличение доходной части национальных бюджетов, снижение государственных расходов и ограничение размеров бюджетных дефицитов стали важнейшей целью государственной финансовой политики. Правительства этих стран приложили большие усилия для того, чтобы распространить на всех налоговых резидентов своего государства требование уплаты подоходных налогов со всех получаемых в любых странах мира доходов, включая офшорные территории.

В качестве средства борьбы с финансовыми нарушениями в офшорах в последние годы стали использоваться соглашения об обмене налоговыми данными (Tax Exchange Agreements) в соответствии со стандартами прозрачности OECD. Соглашения об избежании двойного налогообложения с офшорами, как правило, не заключаются.

Использование офшоров давно стало абсолютно нормальным делом в международной практике. В связи с этим все страны OECD провели работу по заключению межправительственных договоров об обмене налоговой информацией. Правительства офшорных территорий приняли на себя обязательства соответствовать стандартами OECD по прозрачности налоговых систем, информационной прозрачности и заключили не менее чем с двенадцатью странами соглашения об обмене информацией. Нет уже тайн и в определении бенефициаров тех или иных холдинговых компаний, необходимо только заключение соглашений об их раскрытии по требованию уполномоченных регуляторов.

Стандарты налоговой прозрачности были утверждены в специальном документе OECD в 2009 г. Согласно им национальные правительства должны проявлять готовность к обмену налоговой информацией по запросу страны-партнера. В информационный пакет включаются бухгалтерская отчетность, банковская информация (независимо от действия банковской тайны), информация о владении собственностью. Одновременно предусматривается защита конфиденциальности полученной информации и ее использование в строго ограниченных целях. По данным OECD, к настоящему времени более 90 стран приняли на себя обязательства соответствовать стандартам.

Важным инструментом воздействия на офшоры стала публикация с 2009 г. трех списков: «черного», «серого» и «белого», в которых страны квалифицируются в зависимости от их готовности соответствовать международным стандартам налоговой прозрачности.

На сегодняшний день в «черном» списке OECD нет ни одной юрисдикции. «Серый» список в сентябре 2009 г. включал в себя 40 стран — в основном классические офшоры, но также налоговые

преференциальные режимы (такие, как Лихтенштейн, Андорра) и финансовые центры (как, например, Сингапур, Швейцария). Сегодня в нем осталось лишь две страны, остальные приняли на себя необходимые обязательства по обеспечению налоговой прозрачности и были из него исключены. «Белый» список первоначально содержал в основном налоговые юрисдикции, не имеющие льготных налоговых режимов (в том числе Россию), но теперь включает и классические офшоры, которые смогли заключить не менее 12 соглашений об обмене информацией, соответствующих стандартам налоговой прозрачности.

Офшорные зоны по большей части принимают требования OECD и берут на себя обязательства в отношении налоговой прозрачности, хотя борются за сохранение своего права на нулевую либо пониженную налоговую ставку. С 2009 г. в мире было заключено более 700 договоров об обмене налоговой информацией. Как показала практика, давление на офшоры со стороны международных организаций может быть достаточно эффективным.

С налоговыми офшорами развитые страны подписывают, как правило, только соглашения об обмене налоговой информацией. Соглашения об избежании двойного налогообложения считаются непродуктивными, так как в этом случае легализуется возможность заплатить налог по более низкой ставке, а также использовать «серые» налоговые схемы. Россия не включилась в этот процесс: из имеющихся у нее более 80 международных налоговых соглашений нет ни одного соглашения об обмене налоговой информацией с офшорами.

Об ужесточении позиции международного сообщества в отношении уклонения от уплаты налогов свидетельствует и недавнее решение Группы по разработке финансовых мер борьбы с отмыванием денег ФАТФ (Financial Action Task Force on Money Laundering — FATF). В феврале 2012 г. она выпустила рекомендации, которые позволяют относить неуплату налогов к отмыванию денег. Поскольку международные стандарты противодействия отмыванию денег обязательны для государств — членов FATF (в том числе для России), данное решение сильно расширило возможности в области расследования и применения штрафов и наказаний по налоговым правонарушениям.

Суперновые финансовые центры, такие, как Дубай, все чаще реализовывают себя в качестве «чистых» офшорных предприятий. В частности, ставка по налогу на прибыль компаний в Дубае равна нулю. Кроме этого, у Объединенных Арабских Эмиратов (ОАЭ) существуют соглашения с рядом стран об избежании двойного налогообложения, причем никаких ограничений в валютном законо-

дательстве и на репатриацию не предусмотрено. Однако само по себе построение офшорной зоны не означает немедленного появления международного финансового центра (МФЦ). Тем же ОАЭ для превращения Дубая в полноценный финансовый центр потребовалось провести крупные правовые реформы, далеко выходящие за рамки видоизменения налогового законодательства. Была преобразована конституция ОАЭ, в любом эмирате было разрешено создание свободной финансовой зоны. В 2004 г. вступил в силу федеральный закон, регулирующий принципы образования свободных финансовых зон в ОАЭ. В соответствии с ним на данных территориях не имеют силу гражданское и коммерческое право, действующие в ОАЭ, на них распространяется лишь действие уголовного, административного законодательства и законодательства по борьбе с отмыванием денег. В соответствии с законом эмирата Дубай в том же 2004 г. были сформированы судебные власти и судебная система всего МФЦ. Членами судов в основном стали нерезиденты с опытом работы в судебных системах стран, в которых действует англосаксонское право, в частности, дубайскую судебную систему возглавил бывший судья Британского апелляционного суда.

Исторически только в Нью-Йорке и в Лондоне международные центры работают с использованием местного законодательства. В остальных случаях избран путь создания офшорного юридического анклава с постепенным сближением его юридических норм с международными, т.е. фактически с британским правом. В наиболее известных и масштабных новых финансовых центрах — Сингапуре и Гонконге — это было просто сделать в силу их исходной ориентации на законодательство бывшей метрополии.

Использование офшоров, по мнению экспертов, оправданно при проведении сделок слияния/поглощения, IPO на зарубежных финансовых рынках, операций лизинга при размещении заказов на самолеты и морские суда, при экспорте сложного оборудования, в том числе спецтехники, с тем чтобы минимизировать правовые риски и риски неплатежа, что в целом соответствует мировой практике. Показательным примером в этом отношении может служить компания Boeing, имеющая свой финансовый хаб для обслуживания экспортных операций на Каймановых островах.

Создание офшорных расчетных центров как формы финансового аутсорсинга может быть целесообразным при реализации долгосрочных контрактов, например по поставкам газа в Европу, тем более что часть поставок уже заложена под полученные ранее кредиты.

Однако мотивация и характер использования офшоров российским бизнесом, по мнению экспертов, имеет существенные отличия от мировой практики.

Во-первых, для российских компаний главная мотивация заключается не столько в минимизации налоговых платежей (как это имеет место в других странах), сколько в защите бизнеса и прав собственности от криминального и чиновничьего рейдерства. Особенно остро эта проблема стоит для регионального бизнеса. Именно поэтому наибольшей популярностью у российского бизнеса пользуются офшорные юрисдикции, функционирующие на основе английского права, которые позволяют структурировать сложные сделки и обеспечивать контроль над собственностью, находящейся в России. В результате регуляторам невозможно получить достоверные данные о реальных собственниках по большинству наиболее успешных российских компаний.

Во-вторых, доля офшоров в экспорте и импорте прямых инвестиций в России в десятки раз выше, чем в других странах. Так, например, в Германии и Франции доля офшоров в накопленных прямых инвестициях за рубежом составляет соответственно 1,9% и 2,3%. В нашей стране доля Кипра в экспорте прямых инвестиций — свыше 40%, других офшоров — 15–20%. Схожая ситуация отмечается и по притоку прямых иностранных инвестиций. То есть во многом участие России в международном обмене прямыми инвестициями обеспечивается преимущественно деньгами российского происхождения.

В-третьих, несмотря на то что многие экспортеры сырья используют в качестве посредников международных трейдеров, настораживает существенная доля экспорта российских нефти, металлов, леса и удобрений, осуществляемого через офшоры.

В России, как и в других странах, офшоры создают комплекс противоречий между интересами государства и бизнеса. Государство несет налоговые убытки вследствие налоговой оптимизации со стороны компаний, которые регистрируют свои головные или дочерние подразделения в офшорных юрисдикциях. Возникает риск потери контроля над достоверной информацией и отчетностью предприятий, являющихся стратегическими активами. Юридическая регистрация в офшорах позволяет бизнесу скрывать сведения о конечных бенефициарах (владельцах) банковских и промышленных групп. Замедляется принятие инвестиционных решений о вложении капитала в экономику России, значительные финансовые ресурсы, которые уходят в офшорные банки, используются владельцами в качестве резервных фондов.

Выгоды при этом получает ориентированный на внешние рынки крупный бизнес. Офшоры позволяют ему легче решать вопросы привлечения иностранных инвестиций и кредитов, создавать более эффективную юридическую базу разрешения споров и т.п.

Значительная часть российских корпораций в настоящее время входит в состав бизнес-групп, головные холдинговые компании которых имеют офшорную юридическую регистрацию. Покупка облигаций, векселей и кредитование таких компаний или банков другими российскими банками и финансовыми компаниями проводится в бухгалтерских балансах кредиторов как кредит нерезидентам. Следовательно, в общей статистике платежного баланса России эти операции могут отражаться в качестве оттока капитала, несмотря на внутреннюю экономическую природу сделок.

Российское участие в совершенствовании стандартов и правил работы на глобальном финансовом рынке потенциально определяется «зрелостью» самой национальной финансовой системы. Международное движение финансовых (денежных) потоков зависит от «силы притяжения» национальных финансовых систем, выражающейся в оценке сочетания рисков и доходности инвестиций на местных финансовых рынках, т.е. зависит от «зрелости» национальных финансовых институтов, от привлекательности национального инвестиционного климата, от национальной конкурентоспособности.

В свою очередь для оценки конкурентоспособности национальных финансовых систем⁴ в этом контексте используются результаты опросов финансовых специалистов, которые проводятся Всемирным банком на регулярной основе. Ниже (список и табл. 2) приводятся их результаты оценки (рейтинга) конкурентоспособности российской экономики и национальной финансовой системы.

Всемирный банк в 2013 г. выделял следующие риски прямых иностранных инвестиций (Foreign direct investment — FDI) в странах с развивающимися рынками:

- макроэкономическая нестабильность — 28;
- доступ к финансам — 20;
- политические риски — 19;
- недостаток квалифицированных кадров — 19;
- отсутствие потенциала для роста — 9;
- состояние инфраструктуры — 7;
- коррупция — 7;
- состояние госрегулирования — 2.

Значения факторов от 0 до 30.

⁴ «Мы понимаем под конкурентоспособностью набор инструментов, мер политики и факторов, определяющих производительность страны. Уровень производительности в свою очередь задает уровень благосостояния, который может достичь страна. Также производительность определяет доходность инвестиций в экономике. А последние в свою очередь являются крупнейшим двигателем ее роста. Другими словами, более конкурентоспособная экономика позволяет обеспечить устойчивый рост» [Астапов, 2011].

Рейтинг конкурентоспособности российского финансового рынка в 2013–2014 гг.

Общий индекс (из 148 стран)	64
Количество институтов	121
Инфраструктура	45
Макроэкономика	19
Здравоохранение и школьное образование	71
Высшее образование	47
Эффективность товарных рынков	126
Эффективность рынка труда	72
Развитие финансового рынка	121
Уровень технологий	59
Размер рынка	7
Качество бизнес процессов	107
Инновации	78

Источник: WEF.

Российским регулирующим и финансовым властям необходимо более интенсивно вести переговоры по подключению к глобальной системе регулирования, чем это делалось до кризиса. Речь должна идти об условиях и методах присоединения российских финансовых организаций и банков к глобальному рынку, а российских регуляторов — к механизмам регулирования, которые реально определяют правила игры на этом рынке. В противном случае российской финансовой системе угрожает маргинализация из-за роста оценок рисков финансовых операций с российскими участниками.

В последнее время «белый» офшор Кипр превратился в крупнейший источник инвестиций в российскую экономику. То есть происходит вложение в экономику России отечественных же денег, пропущенных через офшорную юрисдикцию. Эту систему нельзя ломать, иначе такие инвестиции не будут поступать вовсе. Следует не разрушать, а укреплять международные каналы привлечения инвестиций в экономику России.

Использование офшоров, которые в российском обществе до сих пор воспринимаются как нечто заведомо криминальное, давно стало в международном сообществе делом абсолютно нормальным. Без офшорных компаний невозможно реализовать крупные международные проекты, такие, например, как экспортные газопроводы «Голубой поток» или «Северный поток». Для подъема (мобилизации) необходимых финансовых ресурсов путем выпуска ценных бумаг создаются специальные целевые компании (special purpose vehicle) в «белой» офшорной юрисдикции, что является обычной международной практикой инвестиционных банков.

Если использовать какие-либо запреты, дополнительные налоговые выплаты или ограничения на учет в качестве бизнес-затрат любых денежных перечислений на счета в банках офшорной юрисдикции, то все подобные проекты будут просто неосуществимы из-за неприемлемых рисков для международных инвесторов. Не будет никаких вложений из-за рубежа в Россию. В том числе не будет прямых инвестиций, которые нашей экономике жизненно необходимы.

Мировая деловая практика создания специальных экономических зон с офшорным статусом оправдала себя не только в Китае с его фактическим офшорным режимом для Гонконга и других странах формирующихся рынков, но и в США (штат Делавэр), Великобритании (острова Джерси, Виргинские и т.д.), Нидерландах. Отечественные попытки предложить инвесторам специальный налоговый режим доказали свою эффективность. Так, технопарки помогли резко ускорить развитие автомобилестроения в Калужской области. Из-за специального налогового режима в технопарке «Сколково» активно работают все новые исследовательские подразделения инновационных фирм. Успешно привлекает инвестиции специальная экономическая зона в Калининградской области. Видимо, аналогичный налоговый режим будет создан в Крыму и Севастополе.

Имеет смысл двигаться в этом направлении и дальше. Технопарки нужно создавать во всех крупных университетских центрах России. Но их работа невозможна без финансовой системы, способной «поднять» необходимые деньги. Внутренний офшорный статус будет, например, очень полезен для реализации программы развития МФЦ в нашей стране.

Если российские финансовые регуляторы всерьез намерены развивать международную рыночную инфраструктуру в России, они должны проработать как технические (электронные системы коммуникации), так и организационные и правовые аспекты. Участники торгов должны иметь возможность не только заключать сделки по рыночным репрезентативным ценам, но и получать

комплексное послепродажное обслуживание. Современная организация финансовых рынков невозможна без регистрации итогов сделок в центральной депозитарии с оформлением в течение нескольких часов, высоких стандартов оперативного рассмотрения споров, страхования от потери информации.

При этом регулирование рынка желательно строить на опережение: необходимо предусмотреть возможность проведения операций, которые получили массовое развитие на международной арене, но не имеют в настоящее время большого применения в России. К ним относятся операции с деривативами и сделки хеджирования. Если данный сегмент рынка не будет обеспечен юридически и технически в России, то уход значительной части рынка на зарубежные платформы будет неизбежен.

Обеспечение равных условий конкурентной борьбы для всех потенциальных инвесторов, исключение из реальной деловой практики покупаемых за «откаты» административным начальникам привилегий является обязательным требованием жизни. Только создав понятные и четкие правила игры для бизнеса в своей стране, Россия сможет рассчитывать на стратегический успех на мировой арене. Добиться его можно только за счет ускорения роста экономики, который должен быть опережающим или хотя бы сопоставимым с соседними странами.

Юридическая инфраструктура, включая применяемое право, налогообложение и регулирование, имеет приоритетное значение для развития МФЦ. Решить юридические вопросы финансового центра возможно двумя путями: либо построить его на офшорной основе, либо пересмотреть все отечественное финансовое законодательство таким образом, чтобы оно обеспечивало участникам международных операций удобное юридическое оформление сделок.

Мировой экономический кризис привел к структурной перестройке как глобальных экономических механизмов, так и моделей развития национальных экономик. Теперь вопрос заключается в том, будет ли эта инновация достаточной для нового длительного периода экономического роста?

Ответ на него в значительной степени зависит от результатов пересмотра правил игры на глобальных финансовых рынках. Мировые экономические потрясения сделали неизбежными шаги современных государств по усилению своего регулирующего воздействия на ход экономической жизни. Вместе с тем можно констатировать, что речь идет не о расширенном огосударствлении — национализации собственности, а о национализации как об интенсификации межнациональных переговоров и решений по согласованию новых стандартов работы рыночных механизмов.

В современных условиях удельный вес в международных торговых и финансовых операциях тех или иных стран меняется. Те, кто обеспечивает успешный рост экономики, становятся все более значимыми. Поэтому решение соответствующих задач по обеспечению участия России в данных процессах является делом первоочередной важности.

Список литературы

Астапов К.Л. Мировой экономический кризис и его влияние на развитие финансовой системы России // Вестн. Моск. ун-та. 2011. Сер. 6. Экономика. № 1.

Оверченко М. Как Грег Смит разоблачил инвестиционный банк Goldman Sachs // Ведомости: сайт. 26.03.2012. URL: http://www.vedomosti.ru/library/news/1561366/partnery_v_goldman_ne_pajmalchiki#ixzz31a90p15R (дата обращения: 12.04.2014).

Россия и мир: 2014. Экономика и внешняя политика. Ежегодный прогноз. М., 2013.

Эксперт. 2012. № 43.

Bratton W.W., Levitin A.J. A Transactional Genealogy of Scandal: From Michael Milken to Enron to Goldman Sachs // Social Science Research Network. 2013. 15 July. URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2126778 (last accessed data: 29.04.2014).

Krugman P. The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008. L., 2008.

Schwab K., Sala-i-Martin X. The Global Competitiveness Report 2012–2013. World Economic Forum. Geneva, 2013.

Shadab H.B. Guilty by Association? Regulating Credit Default Swaps // Entrepreneurial Business Law J. 2010. Vol. 4. N 2. P. 407–466. URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1368026 (last accessed data: 12.05.2014).

Simkovic M. Secret Liens and the Financial Crisis of 2008 // Amer. Bankruptcy Law J. 2009. Vol. 83. URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1323190 (last accessed data: 12.05.2014).

World Economic Outlook. October 2013 // IMF Website. 2013. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/02/pdf/text.pdf> (last accessed data: 12.05.2014).