



ИНФРАСТРУКТУРНЫЙ ИНСТИТУТ ПАРТАД

**Лансков П. М.**



Основы интеграции  
рынков капитала  
в Евразийском  
экономическом союзе:  
международные  
стандарты  
и инфраструктурные  
проекты

УДК 339.72:[339.923:061.1](47+57)  
ББК 65.268.61(051.9)+65.5-65(051.9)  
Л22

Рецензенты:

д-р экон. наук, проф. *Я. М. Миркин*;  
канд. юрид. наук *Е. В. Зенькович*

Л22 **Лансков П. М.**  
Основы интеграции рынков капитала в Евразийском экономическом союзе: международные стандарты и инфраструктурные проекты : монография / П. М. Лансков. — М. : Магистр, 2016. — 240 с.

ISBN 978-5-9776-0412-3 (в пер.)

Агентство СІР РГБ

В монографии рассмотрены предпосылки интеграции рынков капитала государств — членов Евразийского экономического союза (ЕАЭС) через призму международного опыта интеграции организованных рынков финансовых инструментов. Автором использованы результаты многолетних исследований инфраструктуры финансового рынка в России и за рубежом, показаны перспективы организации трансграничных расчетов на рынках капитала ЕАЭС.

Монография будет полезна экспертам по развитию финансовых рынков ЕАЭС, работникам органов их регулирования и сотрудникам Евразийской экономической комиссии, а также всем, кто интересуется вопросами глобализации экономики и международной финансовой интеграции.

УДК 339.72:[339.923:061.1](47+57)  
ББК 65.268.61(051.9)+65.5-65(051.9)

В оформлении суперобложки использован орнамент Л. Бакста (1924)

ISBN 978-5-9776-0412-3

© Лансков П. М., 2016

## Оглавление

Предисловие . . . . .	7
Указатель основных сокращений . . . . .	9
Введение . . . . .	11

### 1

<b>Глобализация финансовых рынков как фактор их интеграции в рамках ЕАЭС . . . . .</b>	<b>13</b>
--	-----------

1.1. Глобальные экономические тренды и обновление мировой финансовой архитектуры . . . . .	13
1.2. Проблемы развития и направления реформирования мировой финансовой системы . . . . .	17
1.3. Европейская политика в области регулирования финансовых (в том числе биржевых) услуг . . . . .	28
1.4. Направления развития и регулирования рынков капитала ЕАЭС в контексте изменений в глобальной экономике . . . . .	41
1.5. Международные финансовые центры на территории ЕАЭС как элементы интеграции евразийских рынков капитала . . . . .	57

### 2

<b>Основные тенденции развития инфраструктуры рынка капитала и международные проекты по их реализации . . . . .</b>	<b>73</b>
---	-----------

2.1. Концепция Центрального депозитария и ее современное воплощение . . . . .	74
2.2. Рекомендации международных экспертов по консолидации расчетно-клиринговых систем рынка капитала . . . . .	84
2.3. Международные проекты интеграции расчетных систем и удешевления трансграничных расчетов . . . . .	112
2.4. Возможности развития трансграничных расчетов по ценным бумагам на рынках капитала ЕАЭС . . . . .	122

### 3

<b>Интеграция биржевого пространства . . . . .</b>	<b>131</b>
--	------------

3.1. Общие подходы к интеграции биржевого пространства ЕАЭС . . . . .	131
3.2. Опыт интеграции биржевых рынков Латинской Америки . . . . .	137

3.3. Допуск ценных бумаг эмитентов к биржевой торговле на основе качества их корпоративного управления . . . . .	162
3.4. Размещение ценных бумаг на биржах государств — членов ЕАЭС и перспективы трансграничного размещения ценных бумаг в рамках ЕБП . . . . .	190
<b>4</b>	
<b>Специализированные финансовые институты для евразийской системы финансовых центров и ЕБП . . . . .</b>	<b>195</b>
4.1. Специализированные финансовые суды . . . . .	195
4.2. Возможности развития института специализированного финансового суда в интересах формирования евразийской системы финансовых центров и ЕБП . . . . .	200
4.3. Создание систем раскрытия финансовой и корпоративной информации ЕАЭС и евразийских рейтинговых агентств как дополнительные факторы формирования ЕБП . . . . .	208
Выводы . . . . .	219
Список использованных источников . . . . .	227
Публикации автора по тематике монографии . . . . .	237

## Предисловие

Становление рыночной экономики и в России, и в других странах Евразийского экономического союза проходило в сложных условиях. С автором книги, которую вы держите в руках, мы давно и хорошо знакомы. В 90-е и в начале 2000-х годов мы вместе участвовали в коллективной работе (или, скорее, в коллективном творчестве) по возрождению фондового рынка России. Сегодня мы решаем задачу создания общего рынка Евразийского экономического союза в рамках амбициозного евразийского проекта.

Многие выводы автора близки специалистам Департамента финансовой политики Евразийской экономической комиссии (ЕЭК). Формирование Единого биржевого пространства (ЕБП) Евразийского экономического союза, стирая границы, способно эффективно объединить рынки капитала наших стран. Этот принципиальный вывод является результатом наших совместных исследований. Опора на международные стандарты в трансграничных расчетах, в организации общего электронного документооборота, в стандартах корпоративного управления и др. позволяет нам достичь многого на этом пути, не дожидаясь полной гармонизации законодательств о финансовых рынках наших стран. Более того, реализация практических проектов финансовой интеграции, носящих в значительной мере технологический характер, способна стимулировать процесс гармонизации законодательства в ключевых его точках. Автор показал это на примере предлагаемого им пострейтингового проекта в рамках создания ЕБП.

Уверен, что новая монография П. М. Ланскова поможет многим специалистам наших стран, вовлеченным в практическую работу по интеграции финансовых рынков ЕАЭС, и всем, кто интересуется ее ходом, глубже понять глобальный контекст нашего общего дела и ту методологию интеграции, которая приносит успех, будь то в Европе, Латинской Америке или Юго-Восточной Азии.

Директор  
Департамента финансовой политики ЕЭК  
*Б. В. Хулхачиев*

## Указатель основных сокращений

ГК РФ	—	Гражданский кодекс Российской Федерации;
ЕАЭС	—	Евразийский экономический союз;
ЕБП	—	Единое биржевое пространство;
ЕврАзЭС	—	Евразийское экономическое сообщество;
ЕС	—	Европейский союз;
ЕЭК	—	Евразийская экономическая комиссия;
ЕЦБ	—	Европейский центральный банк;
ЕЭП	—	Единое экономическое пространство;
ИНФИ	—	инфраструктурный институт рынка капитала (центральный депозитарий, центральный контрагент, торговый депозитарий, расчетная система и т.п.);
ККУ	—	Кодекс корпоративного управления;
КР	—	Кыргызская Республика;
МБ	—	Московская биржа;
МФЦ	—	международный финансовый центр;
НБ	—	национальный банк;
НРД	—	Национальный расчетный депозитарий;
НКЦ	—	Национальный клиринговый центр;
ОЭСР	—	Организация экономического сотрудничества и развития;
РА	—	Республика Армения;
РБ	—	Республика Беларусь;
РДК	—	Расчетно-депозитарный кластер;
РК	—	Республика Казахстан;
РФЦА	—	региональный финансовый центр в г. Алматы;
СФС	—	Совет по финансовой стабильности;
СНГ	—	Содружество Независимых Государств;
УК	—	управляющая компания;
ЦД	—	центральный депозитарий;
ЦБ	—	Центральный банк;
ЦКА	—	центральный контрагент.

## Введение

Изменения в геополитической обстановке влияют на условия функционирования и развития экономики стран Евразийского экономического союза (ЕАЭС), в том числе национальных финансовых рынков. Растет стоимость заимствований на внешних и внутренних рынках кредита, происходит отток средств не только спекулятивных, но и портфельных инвесторов, сокращаются источники финансирования инноваций. Необходимо предпринять специальные и срочные усилия по замещению выпадающих внешних источников инвестирования средств в национальные финансовые инструменты внутренними и евразийскими. На этот вызов времени национальные регулирующие органы рынков капитала и наднациональные структуры ЕАЭС должны ответить четкими и осмысленными действиями по привлечению ликвидности на торговые площадки, направлению средств пенсионных и страховых резервов и пенсионных накоплений в наиболее значимые сегменты экономики, чтобы поддержать тренд на развитие вопреки наметившейся стагнации.

Следует определить значимые факторы и стимулы для внутренних инвестиций в финансовые инструменты рынков капитала государств — членов ЕАЭС в условиях изменений, происходящих в глобальной политике и экономике, изучить возможности для новаций в регулировании и в практике деятельности участников рынка, которые позволили бы совершить инвестиционный маневр с замещением выпадающих или перезапуском стагнирующих источников инвестиций в среднесрочной перспективе.

Усиливающаяся конкуренция за финансовые ресурсы в условиях неоптимизированной инфраструктуры рынка капитала может приводить к росту стоимости заимствований на внешних и внутренних рынках кредита и к оттоку средств не только спекулятивных, но и портфельных инвесторов, сокращению источников финансирования инноваций. Для того чтобы национальные экономики в ЕАЭС начали развиваться за счет инноваций, а не добывающих отраслей, нужно создать необходимые условия для роста емкости финансовых рынков. В период острой фазы мирового фи-

нансового кризиса недостаточная емкость рынка капитала государств — членов ЕАЭС самым этим фактом уменьшила степень его воздействия на их национальные экономики. Однако в условиях стабилизации и возобновления роста мировой экономики этот же фактор мешает указанным странам противостоять нарастающим проявлениям их стагнации или замедления роста.

Надо использовать до сих пор недостаточно востребованный потенциал развития организованных рынков государств — членов ЕАЭС, особенно в части применения инструментария рынка капитала, где отставание от лидеров мировой экономики особенно заметно.

Было бы разумно предпринять специальные меры по развитию Единого биржевого пространства государств — членов ЕАЭС (далее — ЕБП) как важного фактора, способствующего замещению выпадающих внешних источников инвестирования средств в национальные финансовые инструменты внутринациональными и общеевразийскими инвесторами.

До сих пор организованные биржевые рынки в странах ЕАЭС фактически развивались независимо друг от друга, и потенциал внутренних ресурсов такого развития практически исчерпан. На данный момент в развитой форме организованный биржевой рынок акций, производных инструментов и товаров в значимом для национальных экономик масштабе стабильно функционирует только в России. Положение дел можно изменить за счет согласованной политики государственных органов и органов межгосударственного сотрудничества ЕАЭС, в том числе за счет создания условий для формирования Единого биржевого пространства и сопутствующей ему инфраструктуры.

# 1

## Глобализация финансовых рынков как фактор их интеграции в рамках ЕАЭС

1.1. Глобальные экономические тренды и обновление мировой финансовой архитектуры / 1.2. Проблемы развития и направления реформирования мировой финансовой системы / 1.3. Европейская политика в области регулирования финансовых (в том числе биржевых) услуг / 1.4. Направления развития и регулирования рынков капитала ЕАЭС в контексте изменений в глобальной экономике / 1.5. Международные финансовые центры на территории ЕАЭС как элементы интеграции евразийских рынков капитала

### 1.1. Глобальные экономические тренды и обновление мировой финансовой архитектуры

В последние десятилетия структура мировой экономики, включая реальный сектор, претерпела значительные изменения, что оказало влияние на цикличность экономического развития и кризисные явления экономической системы. Глобализация стала процессом, определяющим развитие международных экономических отношений, при котором наблюдается усиление взаимозависимости национальных экономик и, как следствие, увеличение степени их воздействия друг на друга.

Трансформация кризисных и посткризисных явлений происходит по нескольким направлениям. С одной стороны, обостряются проблемы диспропорций в экономике, а именно нарастает экономическое преобладание сферы услуг, что способствует нарушению пропорционального развития мировой экономической системы. Усиливаются глобальные дисбалансы, а существование в течение длительного времени экономик с отрицательным или положительным сальдо платежного баланса приводит к закреплению неравновесия мировой экономики. Кроме того, наблюдается изменение цикличности экономического развития и, соответственно, изменяется частота повторения спадов и кризисов<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> См.: Молчанова О. А., Чепурко Ю. С. Трансформация экономического кризиса в условиях глобализации // Глобализация и мирохозяйственные процессы. ГРНТИ 06.52.45. С. 22.

С другой стороны, в качестве долгосрочных последствий энергетического кризиса 1970—1980-х гг. происходит такая структурная перестройка мирового хозяйства, при которой основное количество энергоемких, материалоемких, трудоемких и экологически вредных производств переносится в развивающиеся страны (индустриальное сообщество), в то время как развитые страны специализируются преимущественно на передовых наукоемких и экологически чистых производствах и в значительной степени услугах (постиндустриальное сообщество). Например, США фактически специализируются на продаже всему миру информационных, развлекательных и финансовых услуг. Эта специализация обеспечивает углубление стратегического преимущества развитых стран, так как они получают возможности экспорта наукоемких товаров и услуг, получая сверхприбыль, что позволяет сгладить глубину циклических колебаний в них самих и сделать развивающиеся страны более восприимчивыми к таким колебаниям<sup>1</sup>.

В то же время развитые страны и мировая мастерская — Китай остаются крупнейшими потребителями энергоресурсов, что в случае роста мировых цен на сырье может создать серьезные проблемы для их экономик. Другое дело, что по мере относительной стабилизации политической ситуации на Ближнем и Среднем Востоке, и особенно соглашения с Ираном о мирном атоме, такой сценарий развития маловероятен. Тем более что особое значение в формировании кризиса 2007—2008 гг. имели деформации в ценообразовании на энергоносители в силу воздействия долговременных политических факторов роста цен (события вокруг Ирака, Ирана, Афганистана).

Кроме того, одним из факторов возникновения глобальных дисбалансов является существование крупных финансовых игроков на мировом рынке, а именно международных финансово-промышленных групп. Они манипулируют значительными потоками денежных средств, быстро «перебрасывают» их из одной сферы в другую, создавая предпосылки известной нестабильности в экономике, хотя и повышая при этом собственную управленческую эффективность. Это оказывает влияние на равновесие всей мировой финансовой системы.

<sup>1</sup> Труним С. И. Специфика структурных сдвигов и кризисов в условиях глобализации // Финансы и кредит. 2005. № 11. С. 10—14.

В свое время наличие значительных финансовых средств, находящихся в распоряжении ограниченного круга ресурсодобывающих компаний и иных крупных финансово-промышленных групп (обычно называемых транснациональными корпорациями, ТНК), инфляция и высокий уровень цен на энергоносители, их «отрыв» от фундаментальных ценообразующих факторов в значительной мере послужили факторами дестабилизации мировой финансовой системы и ее отдельных звеньев, включая рынок капитала<sup>1</sup>.

К одной из вновь выявленных причин мировой финансовой нестабильности следует также отнести асимметрию информации, которой обладают разные операторы мирового финансового рынка, в сочетании с большим объемом спекулятивного капитала, находящимся в их ведении. Благодаря глобализации объем информации, получаемый и перерабатываемый участниками рынка, значительно возрос. Из-за указанной информационной асимметрии не все из них в состоянии эффективно управлять ресурсами. В результате возникают дополнительные диспропорции на финансовом рынке, способствующие формированию кризиса как инструмента устранения диспропорций «невидимой рукой» рынка.

Глобализация также привела к изменению значения и функции спекулятивного капитала в мировой экономике. Главным свойством спекулятивного капитала является высокая мобильность, обусловленная инвестированием в валюту и иные высоколиквидные финансовые инструменты. Вследствие того, что достоверная информация об объемах данного типа капитала, кроме той, что он значителен, практически отсутствует, он является одним из факторов нестабильности мировой экономики и причиной формирования кризисных явлений<sup>2</sup>.

Что касается влияния процесса глобализации на цикличность развития мировой экономики, то было определено несколько отличительных особенностей современного экономического цикла. Так, на продолжительность цикла оказывает влияние объем и функционирование свободных финансовых средств в мировой экономике. Формирование финансового рынка на глобальном уровне и последующая его либерализация стали факторами сокращения цикла.

<sup>1</sup> Бекетов Н. В. Глобализация мировой экономики и мировой финансовый кризис // Финансы и кредит. 2009. № 2. С. 2—13.

<sup>2</sup> International Banking and Financial Market Developments / BIS Quarterly Review. Basel, 2000. February. P. 4—5.



## 1. Глобализация финансовых рынков как фактор их интеграции в рамках ЕАЭС

В соответствии с теорией Н. Д. Кондратьева длительность первого мирового экономического цикла составляла 70 лет, второго и третьего — в среднем 50 лет. Прогнозируется, что текущий цикл завершится к 2020 г. и его продолжительность составит около 40 лет. Кроме того, в настоящее время постоянно растет взаимозависимость национальных экономик. Происходит рост не только международной торговли, но и трансграничных финансовых потоков, миграции, обмена инновациями. Все это приводит к синхронизации циклов национальных экономик<sup>1</sup>. На практике это означает усиление корреляции мирового цикла с внутренним циклом экономики США как ведущей национальной экономики мира, причем уже не столько по объему ВВП, сколько по его качеству.

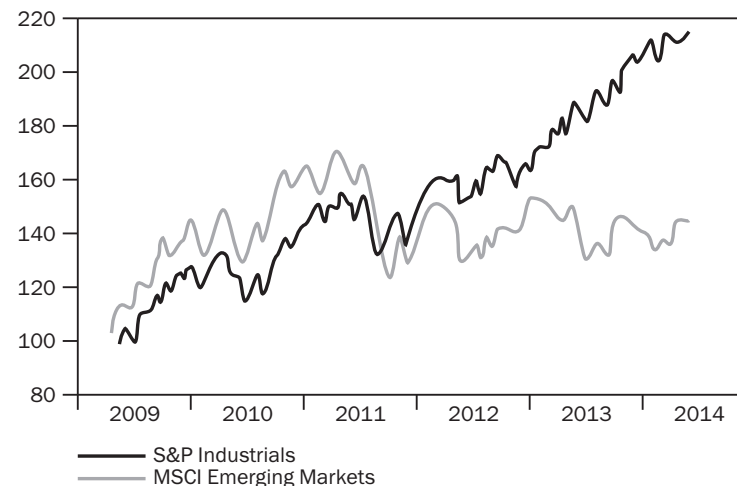
Промышленное производство продукции в самих США в последние годы стало более конкурентно с азиатским. Компании, переводившие производство в Китай, возвращают его на североамериканский континент, в Мексику или даже в сами Соединенные Штаты. В Китае, где одним из приоритетов экономической политики было повышение реальных заработных плат (что постепенно снижает его конкурентоспособность), самоудовлетворение после борьбы с последствиями кризиса 2008 г. сменилось беспокойством. По данным ЕУ (бывшая Ernst & Young), заработные платы в Китае выросли с 2001 г. на 400%, тогда как в США затраты на рабочую силу в расчете на единицу продукции снизились с 1995 г. на 12%.

Таким образом, с фундаментальной точки зрения, США оказались более конкурентоспособны, чем считалось, а Китай — менее конкурентоспособным. Креативный ответ Запада на вызов развивающихся экономик Азии и Латинской Америки появился раньше, чем ожидалось. Это проявляется в наступлении эпохи робототехники, 3D-печати и прочих технологических новаций, что свидетельствует о том, что Запад переходит от промышленного к «умственному» производству. По мере развития этих процессов инвесторы вспоминают о политических рисках в развивающихся странах, «наказывают» за них государственные компании (в частности, в России, как следствие ее участия в событиях на Украине) и радикально переоценивают свои ожидания от развивающихся рынков<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Молчанова О. А., Чепурко Ю. С. Указ. соч. С. 27.

<sup>2</sup> *Оттерс Д.* Основной движущей силой мировой экономики становятся США // Ведомости (Financial Times). 2014. 21 мая.

## 1.2. Проблемы развития и направления реформирования мировой финансовой системы



Source: Thompson Reuters Datastream

Рис. 1.1. Тренды международных фондовых индексов для развитых и развивающихся рынков капитала

\* \* \*

Современные циклические колебания мировой экономики неразрывно связаны с институциональными и структурными изменениями в глобальном экономическом пространстве. К числу последних относятся увеличение доли сферы услуг в мировом хозяйстве и роли финансового капитала, приводящие к сокращению экономического цикла в силу своей большей мобильности. Кроме того, рынки товаров все больше стали походить на рынки финансовых активов. Так, цены на нефть в существенной степени подвержены колебаниям, не зависящим от спроса и предложения, что характерно для рынков капитала<sup>1</sup>.

### 1.2. Проблемы развития и направления реформирования мировой финансовой системы

Основными предпосылками формирования глобального финансового рынка являются следующие:

<sup>1</sup> Молчанова О. А., Чепурко Ю. С. Указ. соч. С. 27.

## 1. Глобализация финансовых рынков как фактор их интеграции в рамках ЕАЭС

— политические, т.е. принятие многими государствами законодательных актов по либерализации функционирования национальных рынков ценных бумаг и товаров и их интернационализации;

— экономические, в частности, увеличение емкости и глубины национальных финансовых рынков, их универсализация, унификация и стандартизация сделок;

— технологические, в том числе увеличение объемов и скорости оборота ведущих бирж, развитие их внебиржевых электронных аналогов, появление новых финансовых услуг и инструментов (финансовая инженерия) и их продвижение через Интернет;

— информационные, включая изменение средств обмена экономической и финансовой информацией, возникновение глобальных информационных сетей, объединяющих рынки капитала, снижение затрат на обработку, хранение, использование данных<sup>1</sup>.

По итогам финансовых катаклизмов 2007—2008 гг. и последующих годов ведущими международными экспертами признано, что чрезмерный рост объемов различных видов финансовых активов стал одним из самых серьезных рисков современного экономического развития.

По оценкам экспертов McKinsey Global Institute, финансовая глубина (financial depth) экономики (соотношение традиционных финансовых активов и мирового ВВП) увеличилась с 261% в 1990 г. до 356% в 2010 г.<sup>2</sup> В случае учета оборота торговли производными финансовыми инструментами (ПФИ) для оценки финансовой глубины глобальной экономики влияние финансовых активов на ее развитие окажется на порядок больше.

При этом в масштабах мировых товарного и финансового рынков наднациональные органы регулирования отсутствуют.

Тем не менее международными межправительственными и неправительственными организациями разрабатываются различные правила, стандарты, которые затем так или иначе принимаются на национальном уровне. Они направлены на регулирование финансовой системы, включая не только собственно финансовый рынок, но и рынок ПФИ, объединяющий в себе черты и товарного, и фондового рынков (табл. 1.1).

<sup>1</sup> Товмасын А. А. Основные тенденции эволюции фондовых бирж на мировом финансовом рынке // Международная экономика. 2011. № 2. С. 17—20.

<sup>2</sup> Хейфец Б. Глобальные дисбалансы и реформа мировой валютно-финансовой системы // Деньги и кредит. 2012. № 7. С. 48.

## 1.2. Проблемы развития и направления реформирования мировой финансовой системы

Таблица 1.1. **Международные стандарты по регулированию финансовых рынков**

Область регулирования	Стандарт	Ответственная организация
Транспарентность в области финансовой и денежно-кредитной политики	Кодекс транспарентности при проведении денежной и финансовой политики / Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies	МВФ (IMF)
Транспарентность в области фискальной политики	Кодекс транспарентности фискальной политики / Code of Good Practices on Fiscal Transparency	МВФ (IMF)
Распространение информации	Специальный стандарт распространения информации / Special Data Dissemination Standard / General Data Dissemination System	МВФ (IMF)
Банкротство	Банкротство и права кредиторов / Insolvency and Creditor Rights	Всемирный банк (World Bank)
Корпоративное управление	Принципы корпоративного управления / Principles of Corporate Governance (2015)	G20 — ОЭСР (OECD)
Бухгалтерский учет	Международные стандарты финансовой отчетности / International Financial Reporting Standards / International Accounting Standards	Совет по международным стандартам финансовой отчетности (IASB)
Аудит	Международные стандарты аудита / International Standards on Auditing	Международная федерация бухгалтеров (IFAC)
Внутренний аудит	Международные профессиональные стандарты внутреннего аудита / International Standards for the professional Practice of Internal Auditing (Standards), 2013	Институт внутренних аудиторов (IIA)
Внутренний контроль и управление рисками	Интегрированная концепция внутреннего контроля / Internal Control — Integrated Framework, 2013; Концепция управления рисками предприятия / Enterprise Risk Management Framework (ERM), 2004	Комитет спонсорских организаций Комиссии Трудя (COSO)
Менеджмент качества	Система менеджмента качества ИСО (ISO 31000:2009, 9004:2009, 31010:2009)	Международная организация по стандартизации (ISO)

## 1. Глобализация финансовых рынков как фактор их интеграции в рамках ЕАЭС

Окончание табл. 1.1

Область регулирования	Стандарт	Ответственная организация
Платежная система и расчеты	Основополагающие принципы функционирования платежных систем / Core Principles for Systemically Important Payment Systems	Комитет по платежным и расчетным системам (CPSS)
	Рекомендации для систем расчета по ценным бумагам / Recommendations for Securities Settlement Systems	CPSS/IOSCO
Целостность рынка	40 рекомендаций Группы разработки финансовых мер борьбы с отмыванием денег / The Forty Recommendations of the Financial Action Task Force	Группа разработки финансовых мер борьбы с отмыванием денег (FATF)
	Специальные рекомендации по предотвращению финансирования терроризма/ Special Recommendations Against Terrorist Financing	
Банковский надзор	Основополагающие принципы эффективного банковского регулирования / Core Principles for Effective Banking Supervision	Базельский комитет по банковскому надзору (BCBS)
Регулирование фондового рынка	Цели и принципы регулирования фондовых рынков / Objectives and Principles of Securities Regulation	Международная организация комиссий по ценным бумагам (IOSCO)
Страховой надзор	Основные принципы для страховых регуляторов / Insurance Core Principles	Международная ассоциация регуляторов страхового рынка (IAIS)

Источники: на основе Рубцов Б. Б. Глобальные финансовые рынки: масштабы, структура, регулирование // Век глобализации. Вып. № 2(8). 2011. С. 90—91.

С точки зрения решаемых задач система международных органов обеспечения финансовой стабильности выглядит следующим образом: первый уровень — Группа 20 (G20) и Совет по финансовой стабильности (СФС), второй — международные финансовые организации, третий — международные стандартизирующие организации (рис. 1.2).

## 1.2. Проблемы развития и направления реформирования мировой финансовой системы

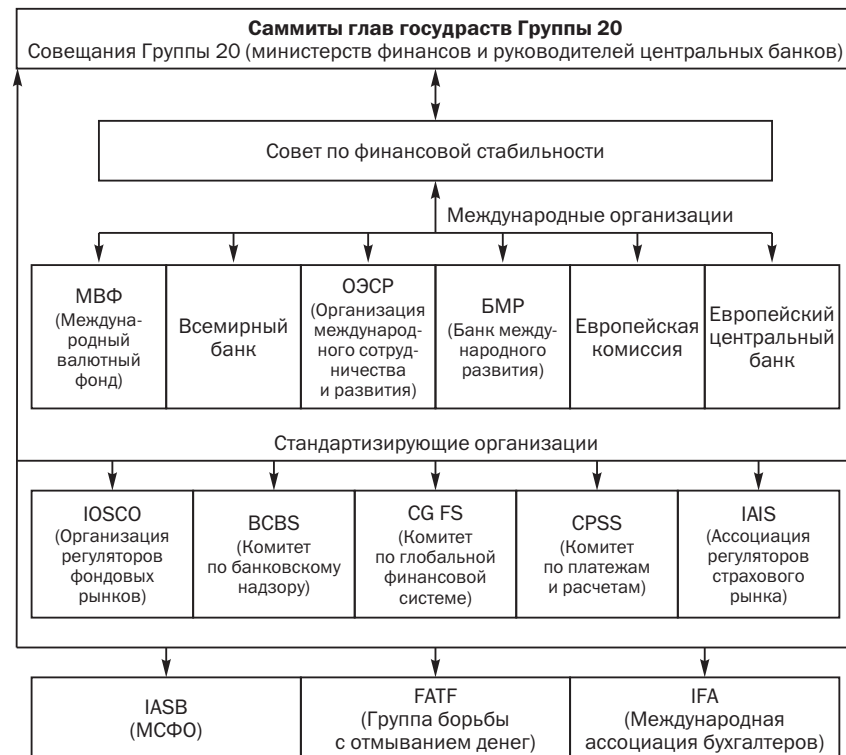


Рис. 1.2. Система международных органов обеспечения финансовой стабильности

Источники: Рубцов Б. Б. Глобальные финансовые рынки: масштабы, структура регулирования. С. 92.

Форматом работы высшего органа глобальной системы обеспечения финансовой стабильности являются регулярные встречи глав государств G20 (саммиты), которые, в свою очередь, предваряют встречи руководителей министерств финансов и центральных банков стран группы<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Членами G20 являются Австралия, Аргентина, Бразилия, Великобритания, Германия, Индия, Индонезия, Италия, Канада, Китай, Мексика, Республика Корея, Россия, Саудовская Аравия, США, Турция, Франция, ЮАР, Япония и Европейский союз. К постоянным участникам встреч G20 относятся представители МВФ, Европейский центральный банк и Всемирный банк.

На встречах «Большой двадцатки» принимаются глобальные решения, подготовленные как национальными регулятивными органами, так и международными организациями и структурами. В свою очередь, на заседаниях G20 формулируются задачи, которые затем начинают решаться специализированными организациями (на рис. 1.2 этот процесс «сверху вниз» и «снизу вверх» иллюстрируется стрелками).

Предложения по кардинальным изменениям механизмов международного и национального регулирования финансовых систем (включая биржевой рынок) занимают центральное место на саммитах G20. На встрече G20 в Питсбурге (2009 г.) было принято решение о целесообразности централизации клиринга внебиржевых деривативов в странах — участницах «Большой двадцатки». Централизация клиринга внебиржевых деривативов означает их постепенную миграцию на биржевой рынок, что значительно уменьшает риски неисполнения обязательств, сокращает издержки участников и снижает порог входа на рынок. А в коммюнике саммита G20 в Каннах (2011 г.) отмечалась необходимость активизации действий по поддержанию стабильности банковских систем и финансовых рынков на национальном и международном уровнях.

Наиболее актуальными целями реформы мировых финансовых рынков, как это понимается на уровне G20, являются:

- совершенствование управления волатильными потоками капитала на наднациональном уровне;
- разработка и введение единых принципов сотрудничества между МВФ и региональными финансовыми механизмами, таких как механизмы ЕС;
- разработка согласованного плана действий по поддержке развития и углубления рынков облигаций в национальной валюте;
- реформа деятельности МВФ<sup>1</sup>.

Необходимость усиления роли Совета по финансовой стабильности (Financial Stability Board) — СФС обсуждалась на заседании G20 в мексиканском Лос-Кабосе (2012 г.). Ему было отведено особое место в регулировании глобального финансового рынка в качестве органа, ответственного за реформирование мировой финансовой системы. Первоначально он был создан Группой 7 (G7) руководителей экономических ведомств ведущих стран в 1999 г. по инициативе президента Немецкого федерального банка (Deutsche

<sup>1</sup> Хейфец Б. Указ. соч. С. 53.

Bundesbank) Ханса Титмайера как Форум по финансовой стабильности (Financial Stability Forum). Форум включал в себя представителей соответствующих национальных структур и международных организаций (МВФ, Всемирного банка, Банка международных расчетов, ОЭСР, Европейской комиссии).

В апреле 2009 г. Форум был преобразован в СФС с расширением числа представленных в нем стран путем включения в него представителей всех участников G20 как результат договоренностей на предшествующем этому саммите G20 в марте 2009 г.

По сути, СФС и является тем основным органом, который непосредственно готовит материалы для G20, анализирует результаты реализации ее решений. Он же координирует работу всех национальных и международных участников Совета<sup>1</sup>. Документы СФС дают оценку состояния глобальной финансовой системы и формулируют направления ее реформирования на основе подробной проработки вопросов, обсуждающихся на саммитах G20.

Например, СФС предложил членами G20 сотрудничать в сфере надзора за центральными клиринговыми контрагентами и координировать их политику в отношении трансграничных операций.

Формирование стандартов функционирования финансового рынка, учитывающих решения G20 и СФС, с одной стороны, и выработка проектов будущих решений высокого уровня — с другой, происходят в значительной степени в организациях, отмеченных на рис. 1.2 на «нижних этажах» системы международных органов обеспечения финансовой стабильности, которые образуют межгосударственные экономические организации и неправительственные специализированные институты, устанавливающие на глобальном уровне стандарты в финансовой сфере.

Таким образом, основными итогами выработки направлений реформы мировой финансовой системы, которые были одобрены главами государств — участников G20 в качестве результата функционирования системы органов обеспечения финансовой стабильности, и в первую очередь СФС, являются следующие:

- 1) распространение контроля и надзора регулирующих органов на все системно важные финансовые институты, рынки и инструменты, включая хедж-фонды, и их менеджеров с регистрацией последних и раскрытием ими информации, с тем чтобы проводить оценку рисков, которые возникают в связи с их деятельностью;

<sup>1</sup> Хейфец Б. Указ. соч. С. 53.

2) усиление регулирования с особым вниманием на его макропруденциальные аспекты в целях предотвращения возникновения системных рисков;

3) построение системы финансового регулирования, которая сглаживает, а не усиливает экономический цикл, в частности путем создания в период благоприятной экономической конъюнктуры «подушек безопасности» (увеличивая требования к капиталу финансовых институтов в период бума) и ограничения леввериджа (чрезмерного использования долгового финансирования);

4) углубление международной кооперации в целях предотвращения и преодоления кризисов, в частности посредством создания коллегий (supervisory colleges) для надзора за деятельностью крупнейших институтов, институционального усиления СФС и запуска программы раннего предупреждения МВФ/СФС (IMF/FSF Early Warning Exercise);

5) введение надзора за рейтинговыми агентствами, чьи оценки используются регулируемыми органами, и оценка их адекватности соответствующему Кодексу Международной организации комиссий по ценным бумагам (IOSCO code);

6) улучшение стандартов учета, включая вопросы создания резервов и оценки в условиях ценовой неопределенности;

7) стандартизация и повышение устойчивости рынка кредитных деривативов;

8) ограничение вознаграждения менеджеров финансовых институтов в соответствии с рекомендациями СФС;

9) выявление не сотрудничающих с FATF юрисдикций (non-co-operative jurisdictions) и разработка инструментов борьбы с ними;

10) усиление эффективности деятельности международных финансовых институтов (организаций), укрепление системы управления ими с учетом изменений в мировой экономике (путем увеличения их капитала и повышения роли развивающихся стран в процессе принятия решений);

11) уменьшение возможности использования регулятивного арбитража;

12) укрепление международных стандартов требований к капиталу банков;

13) разработка мер по регулированию процедуры банкротства глобальных финансовых институтов<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Рубцов Б. Б. Указ. соч. С. 94—95.

В настоящий период в рамках деятельности СФС и G20 реализуется переход от разработки реформ системы финансового регулирования к их реализации странами — участницами этих организаций.

В 2013—2014 гг. в рамках СФС обсуждались уязвимые места финансовой системы и четыре ключевых блока вопросов реформирования международной системы финансового регулирования:

— повышение устойчивости финансовых институтов;

— регулирование деятельности системно значимых финансовых институтов, в том числе трансграничные последствия структурных мер и их влияние на финансовую стабильность;

— снижение рисков так называемой параллельной банковской системы (небанковских организаций денежного рынка) — ПБС;

— реформирование рынка внебиржевых деривативов.

В отношении же системно значимых финансовых институтов (включая биржи) согласно решениям СФС будут применяться повышенные требования и более тщательный надзор. СФС в 2014 г. опубликовал консультативный документ, содержащий методику оценки глобальных системно значимых небанковских финансовых институтов, исходя из различных правовых форм, бизнес-модели и профилей рисков. Документ включает следующую информацию:

— описание основных трех каналов, через которые негативные последствия могут распространяться на глобальную финансовую систему: 1) риски для кредиторов, контрагентов, инвесторов и других участников рынка; 2) распродажа активов финансовых институтов; 3) невозможность или нежелание финансовых институтов выполнять/предоставлять свои критически важные функции/услуги;

— подход для определения перечня глобальных системно значимых небанковских финансовых институтов, включающий пять базовых категорий: (i) размер, (ii) взаимосвязанность, (iii) «заменяемость», (iv) комплексность (сложность) операций, (v) трансграничная деятельность;

— методики выявления глобальных системно значимых небанковских финансовых институтов с перечнями показателей для трех секторов: «финансовые компании», «рыночные посредники» (брокеры-дилеры, работающие с ценными бумагами) и «ин-

вестиционные фонды» (коллективные инвестиционные схемы и хедж-фонды)<sup>1</sup>.

В связи с этим ожидалось, например, что к концу 2015 г. большинство юрисдикций G20 будут обладать необходимой базой для внедрения обязательных требований к централизованному клирингу как важного элемента ограничения рисков в сфере торговли внебиржевыми деривативами. Но этого не произошло.

В условиях, когда около 50% всех операций с процентными деривативами совершается на трансграничной основе, особенно важна налаженная координация реформирования рынка внебиржевых деривативов как источника повышенных рисков для мировой финансовой системы. Выявленные проблемы регулирования трансграничных операций включают необходимость соответствовать различным режимам регулирования, недостатки соответствия и координации при применении регулирования.

Ключевой областью, вызывающей озабоченность у регуляторов, является необходимость получения разрешения на осуществление деятельности трансграничными структурами финансового рынка в чужих юрисдикциях.

Не случайно в марте 2013 г. руководители ряда ведущих ассоциаций участников торговли деривативами, бирж и клиринговых домов через Financial Times обратились к Международной организации комиссий по ценным бумагам (IOSCO)<sup>2</sup>. Лидеры отрасли призвали IOSCO инициировать диалог по взаимному признанию законодательства, на основе которого осуществляется трансграничный оборот между странами со сходными подходами к регулированию срочной биржевой торговли. Участники рынка привлекают внимание к тому, что, хотя цели G-20 по обеспечению стабильности финансовой системы получили активную поддержку государств на международном уровне, разнообразные трактовки глобальных стандартов на национальном уровне усложняют их соблюдение, повышая тем самым риски для участников рынка.

В письме также указывается на то, что IOSCO уже разработан набор базовых принципов<sup>3</sup>, которые могут быть положены в осно-

<sup>1</sup> По данным Центрального банка Российской Федерации // Обзор международной системы финансового регулирования. 2014, июль. [Электронный ресурс] URL: [http://www.cbr.ru/analytics/fin\\_stab/OMSFR\\_2014-07.pdf](http://www.cbr.ru/analytics/fin_stab/OMSFR_2014-07.pdf).

<sup>2</sup> Industry leaders call for IOSCO role in cross-border regulatory recognition. March 20, 2013. [Электронный ресурс] URL: <http://www.futuresindustry.org/default.asp>.

<sup>3</sup> URL: <http://www.iosco.org>.

ву процесса гармонизации регулирования между странами. Они, прежде всего, охватывают организацию работы рыночного регулятора и его полномочия. Это, среди прочего, надзор за организованным рынком, возможность осуществлять интервенции на рынке вплоть до отмены торгов и применять дисциплинарные санкции против участников рынка, проводить мониторинг, сбор и анализ данных, иметь доступ к информации. Кроме того, принципы IOSCO касаются прозрачности информации и ценообразования для участников биржевого рынка и наличия положений в соответствующем законодательстве, устанавливающих стандартные требования к контракту. Более того, некоторые принципы распространяются и на неорганизованный рынок и его участников.

Таким образом, существуют предпосылки преодоления определенных препятствий в глобальном регулировании финансового рынка через взаимное признание национальных законодательств на базе единства подходов к этому процессу. Тем более что пример реализации этого подхода в банковском секторе при внедрении нормативов Базельского комитета банковского надзора уже существует<sup>1</sup>.

Важные инициативы в регулировании финансового рынка, основанные на рекомендациях G20 и СФС, реализуются и в Европейском союзе.

\* \* \*

Глобализация стала процессом, определяющим развитие международных экономических отношений, при котором наблюдается усиление взаимозависимости национальных экономик и, как следствие, увеличение степени их воздействия друг на друга. G20 и СФС являются основными механизмами решения проблем глобализации, связанными с уровнем развития финансового рынка. В частности, решения СФС о централизации клиринга внебиржевых деривативов влекут их постепенную миграцию на биржевой рынок, что значительно уменьшает риски неисполнения обязательств, сокращает издержки участников и снижает порог входа на рынок.

<sup>1</sup> Максимчук Н. Какая интеграция нужна организованному товарному рынку // РЦБ. 2014. № 4. С. 63.

### 1.3. Европейская политика в области регулирования финансовых (в том числе биржевых) услуг

Как принято считать, Европейский союз (ЕС) обладает комплексной системой правового регулирования политики в области финансовых услуг, характеризующейся гибкостью, прозрачностью, единообразием, эффективностью, многоаспектностью регулируемых отношений, адекватностью и своевременной реакцией законодателя в лице компетентных институтов ЕС на вызовы времени<sup>1</sup>.

Политика ЕС в области финансовых услуг, реализуемая через деятельность его уполномоченных институтов и органов, основана на принципах регулирования, направленных на интеграцию европейского финансового рынка, устранение трансграничных барьеров и обеспечение свободного движения капитала, защиту потребителей финансовых услуг и инвесторов.

Отличительными признаками механизма правового регулирования финансового рынка в ЕС являются следующие:

— обеспечение единства правовой базы рынка капитала, создающего условия для деятельности его участников и обращения соответствующих ее требованиям финансовых инструментов;

— наличие системы авторизации профессиональных участников рынка, позволяющей им предоставлять финансовые услуги на основании единых разрешений («единых паспортов») на всей территории ЕС;

— высокий уровень защиты прав и интересов инвесторов, включающей схемы гарантирования / компенсаций их вложений;

— формирование прозрачной, целостной и эффективной системы пруденциального надзора за деятельностью участников рынка.

ЕС выступает в качестве наднациональной организации политической власти, которая управляет деятельностью государств-членов в рамках своей компетенции, в том числе путем издания нормативных и иных актов, не требующих, как правило, ратификации (в отличие от международных договоров).

Акты, направленные на гармонизацию права Европейского союза, издаются в следующих формах:

• регламенты — документы общего действия, которые обязательны для всех в полном объеме, и прямого действия, т.е. непосредственно наделяют правами и обязанностями;

<sup>1</sup> Некрасов А. Политика в области финансовых услуг: опыт Евросоюза и российские реалии. [Электронный ресурс] URL: <http://www.law-n-life.ru/arch/159/159-22.doc>.

• директивы — документы общего действия, как правило, обязательные для всех в полном объеме, но не имеющие прямого действия, так как представляют собой законодательные основы, оставляющие возможность государству — члену ЕС принять соответствующие национальные законы.

#### Основные правовые акты Европейского союза, регламентирующие деятельность на рынке капитала

1. Директива Совета ЕС от 10 мая 1993 г. 93/22/ЕС об инвестиционных услугах в сфере ценных бумаг.

Важнейшим документом ЕС, заложившим основу интеграции рынков ценных бумаг входящих в него стран, стала Директива от 10 мая 1993 г. Хотя содержание Директивы в основном относится к деятельности брокерско-дилерских компаний, банков и других финансовых посредников, оказывающих инвестиционные услуги, в ней вводится понятие регулируемого рынка (для ценных бумаг и других финансовых инструментов), который должен удовлетворять определенным требованиям и признаваться в качестве регулируемого государствами — членами ЕС.

В частности, регулируемые рынки ценных бумаг (к ним относятся фондовые биржи) должны: а) функционировать регулярно, б) располагать правилами, утвержденными или установленными компетентными регулирующими органами, в части организации операций на рынке, условий допуска участников на рынок и листинга, в) требовать выполнения правил в области отчетности и прозрачности операций, установленных европейскими директивами, г) входить в список регулируемых рынков, предоставляемый государствами — членами ЕС.

Получение статуса регулируемого рынка является важным преимуществом для торговых систем в Европе, поскольку в соответствии с рассматриваемой Директивой это дает право нерезидентам из стран ЕС быть членами иностранных фондовых бирж или других рынков через учреждение дочерней компании, филиала или, если рынок не требует физического присутствия (т.е. является компьютерным на основе распределенной компьютерной сети), напрямую. Так как понятие регулируемый рынок шире, чем фондовый, то фактически эти требования распространяются на всю биржевую деятельность.

2. Директива Европейского парламента и Совета ЕС от 28 января 2003 г. 2003/6/ЕС об инсайдерских сделках и рыночном манипулировании (рыночных злоупотреблениях) (Market Abuse Directive).

В ее развитие приняты четыре дополнительных акта:

- Директива Европейской комиссии от 22 декабря 2003 г. об условиях применения Директивы Европейского парламента и Совета ЕС от 28 января 2003 г. относительно определения и публикации привилегированных сообщений и определения манипулирования рынком;
- Директива Европейской комиссии от 22 декабря 2003 г. об условиях применения Директивы Европарламента и Совета ЕС от 28 января 2003 г. относительно инвестиционных рекомендаций и порождаемых ими конфликтов интересов;
- Директива Европейской комиссии от 29 апреля 2004 г.;
- Регламент Европейской комиссии от 22 декабря 2003 г.

В преамбуле Директивы 2003/6/ЕС указано на важность единого рынка капитала для экономического роста и создания рабочих мест в ЕС (п. 1), а также на то, что инсайдерская торговля и манипулирование препятствуют прозрачности рынка, необходимой участникам (п. 15)<sup>1</sup>.

Инсайдерская информация в п. 1 ст. 1 Директивы 2003/6/ЕС определяется как «информация определенного характера (of precise nature), не раскрытая публично, относящаяся прямо или косвенно к одному или нескольким эмитентам финансовых инструментов и которая, если бы она была раскрыта публично, могла бы иметь значительное влияние на цены указанных финансовых инструментов или на цену соответствующих производных финансовых инструментов (деривативов)».

Соответственно, инсайдерской считается информация, предоставленная клиентом, прямо или косвенно связанная с одним или несколькими финансовыми инструментами, которая, будучи сообщенной неограниченному кругу лиц, скорее всего существенно скажется на ценах на указанные инструменты и производные от них.

Поэтому государства — члены ЕС должны запретить лицам, владеющим инсайдерской информацией (инсайдерам): а) исполь-

<sup>1</sup> Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse) OJ L 12.4.2003, L 96/16.

зовать такую информацию путем приобретения или продажи соответствующих финансовых инструментов за свой счет или за счет третьих лиц; б) раскрывать инсайдерскую информацию любому другому лицу, а также рекомендовать другому лицу или побуждать другое лицо приобретать или отчуждать финансовые инструменты, к которым такая информация относится (ст. 2, 3)<sup>1</sup>.

Директива также обязывает государства — члены ЕС запретить манипулирование рынком (ст. 4). Под манипулированием рынком в ней понимаются «сделки или поручения на сделки, которые дают ложные или вводящие в заблуждение сигналы в отношении предложения, спроса или цены на финансовые инструменты; сделки, которые в результате действий лица или группы лиц фиксируют цену одного или нескольких финансовых инструментов на ненормальном или искусственном уровне, за исключением случаев, когда лица, заключившие сделки или отдавшие поручения на сделки, могут доказать законность причин своих действий или соответствие принятой на рынке практике».

4. Директива Европарламента и Совета ЕС от 4 ноября 2003 г. 2003/71/ЕС о публикации проспекта эмиссии при размещении ценных бумаг среди публичных инвесторов или при допуске ценных бумаг к торгам (Prospectus Directive).

Директива вводит так называемый Единый общеевропейский паспорт (European Union Pass) на ценные бумаги данного эмитента (п. 1 ст. 5), который предоставляет эмитентам возможность сделать публичное предложение о покупке своих ценных бумаг или получить допуск к торгам на всей территории ЕС с минимальной проверкой со стороны регулирующих органов стран, где проводится публичное предложение или испрашивается допуск к торгам. Таким образом, в Директиве реализован принцип взаимного признания (mutual recognition principle) регулирования<sup>2</sup>.

С момента принятия Директивы о проспекте публичные размещения ценных бумаг эмитентов любого государства — члена ЕС

<sup>1</sup> Долинская В. В. Интеграционные процессы на территории Европы на примере инвестиционного права ЕС // Законы России: опыт, анализ, практика. 2013. № 2. [Электронный ресурс] URL: <http://www.center-bereg.ru/o1048.html>.

<sup>2</sup> Для профессиональных участников фондового рынка вводимый рассматриваемой Директивой единый паспорт означает возможность предоставлять услуги в любом государстве ЕС без необходимости получения дополнительных разрешений, при условии получения разрешения (лицензии) в одном из них.



на территории других государств — членов ЕС больше не признаются трансграничными.

Директива значительно поспособствовала развитию рынков капитала в ЕС, в частности, в силу наличия в ней норм, которые позволили:

- упростить процедуру взаимного признания проспектов;
- установить единые требования к содержанию и форме проспекта;
- разрешить эмитентам ссылаться в проспекте на документы, представленные национальным регулирующим органам;
- установить правила определения государства происхождения эмитента (home country). В результате государство происхождения европейского эмитента определяется по местонахождению его зарегистрированного офиса (registered office), а для эмитента страны, не входящей в ЕС, — по государству — члену ЕС, в котором данным эмитентом впервые было осуществлено публичное предложение либо первое обращение для включения в листинг фондовой биржи данного государства — члена ЕС;
- установить новые правила признания инвестора квалифицированным (qualified investor), основанные на критериях объема инвестиций, собственного капитала, инвестиционной истории и (или) организационно-правовой формы<sup>1</sup>.

Так как Директива о проспекте построена по принципу «максимальной гармонизации», то государствам — членам ЕС запрещено устанавливать свои требования дополнительно к закрепленным в ней. Это позволяет использовать стандартную форму проспекта и обеспечить его взаимное признание на территории всего ЕС непосредственно после регистрации проспекта в «домашнем» для него государстве.

Одной из ключевых задач при составлении проспекта являются положения относительно раскрытия информации в проспекте (в случае публичного предложения ценных бумаг и допуска к торгам). В преамбуле Директивы о проспекте указывается, что инвестиции в ценные бумаги сопряжены с риском, в связи с чем во всех государствах — членах ЕС должны быть созданы гарантии защиты

<sup>1</sup> Международное и зарубежное финансовое регулирование: институты, сделки, инфраструктура : монография / под ред. А. В. Шахраева: в 2 ч. Часть вторая. М. : КНОРУС : ЦИПСИР, 2014. [Электронный ресурс] URL: <http://www.cfin.ru/finmarket/foreign.shtml>.

прав фактических и потенциальных интересов инвесторов путем обеспечения им возможности на основании раскрываемой в проспекте информации провести оценку возникающих рисков до принятия инвестиционных решений.

В соответствии со ст. 5 Директивы проспект должен содержать всю информацию, которая в соответствии с характером деятельности эмитента и публично предлагаемых или допущенных к торгам на регулируемом рынке ценных бумаг необходима, чтобы инвесторы могли провести информационную оценку (informed assessment) активов и пассивов, финансового положения, прибылей и убытков, перспектив эмитента и любого гаранта, а также прав по ценным бумагам соответствующего эмитента.

Вопросы ответственности за содержание проспекта регулируются ст. 6 Директивы о проспекте, согласно которой государства — члены ЕС должны предусмотреть, что ответственность за информацию, содержащуюся в проспекте, несут, как минимум, эмитент или органы его корпоративного управления, оферент или гарант, в зависимости от ситуации. Ответственные должностные лица эмитента и их полномочия должны быть четко указаны в проспекте наряду с заявлением о том, что, насколько им известно, информация, содержащаяся в проспекте, соответствует действительности. Следует отметить, что государства — члены ЕС обязываются рассматриваемой Директивой установить в своих законах и подзаконных актах для данных лиц гражданско-правовую ответственность за содержащуюся в проспекте информацию.

Согласно ст. 13 Директивы проспект не может быть опубликован, пока он не будет одобрен компетентным органом государства — члена ЕС по результатам соответствующей проверки, включая оценку понятности содержащейся в нем информации (ст. 2). В отношении эмитентов из стран, не входящих в ЕС, ст. 20 Директивы о проспекте предусматривает, что компетентный орган государства происхождения (т.е. того государства, где эмитентом предполагается впервые осуществить публичное предложение либо первое обращение для включения в листинг фондовой биржи данного государства — члена ЕС) может одобрить проспект, составленный в соответствии с законодательством страны учреждения эмитента, при соблюдении следующих условий:

- проспект был составлен с соблюдением международных стандартов по раскрытию информации, включая стандарты IOSCO;

- содержание информации в проспекте, включая финансовую информацию, соответствуют требованиям, установленным Директивой о проспекте.

5. Директива Европейского парламента и Совета ЕС от 15 декабря 2004 г. 2004/109/ЕС о гармонизации требований к прозрачности в отношении информации об эмитентах, ценные бумаги которых торгуются на регулируемых рынках.

Директива устанавливает обязательства эмитента, чьи ценные бумаги допущены к листингу на одном из регулируемых рынков, публиковать годовые, полугодовые и другие отчеты, не ограничивает национальные законодательства в дополнительном регулировании.

Директива конкретизирована в следующих документах:

- Директива от 8 марта 2007 г. 2007/14/ЕС об условиях выполнения некоторых положений Директивы Европарламента и Совета ЕС от 15 декабря 2004 г. о гармонизации требований прозрачности в отношении информации об эмитентах, ценные бумаги которых допущены к торгам на регулируемых рынках;

- Рекомендации Европейской комиссии от 11 октября 2007 г. о создании электронной сети, соединяющей официально назначенные органы централизованного хранения регламентированной информации по Директиве от 15 декабря 2004 г.;

- Регламент Европейской комиссии от 21 декабря 2007 г. о механизме определения эквивалентности норм финансовой отчетности, применяемых эмитентами из третьих стран.

Согласно Директиве 2004/109/ЕС раскрытию эмитентами ценных бумаг подлежат информация двух типов: периодическая (periodic) и текущая (ongoing).

Периодическая информация должна отражать настоящее и прогнозируемое состояние финансов эмитента финансовых инструментов. Она состоит из документов трех видов:

- ежегодный финансовый отчет (доступен пять лет);
- полугодовой финансовый отчет эмитента акций или долговых обязательств (доступен пять лет);
- полугодовые заявления руководящего органа эмитента о состоянии дел (не распространяется на эмитентов, публикующих квартальные отчеты).

В состав текущей информации включены уведомления акционером эмитента о приобретении или отчуждении крупных пакетов акций, в результате приобретения или отчуждения которых размер

пакета увеличивается или уменьшается до 5, 10, 15, 20, 25, 30, 50 и 75%.

Должна также раскрываться информация о значимом изменении структуры голосующих прав на собраниях их владельцев в результате:

- приобретения или уступки акций или иных голосующих прав;

- владения финансовыми инструментами, которые дают право приобретать акции эмитента, допущенные к торгам на регулируемом рынке.

В соответствии с Директивой предоставлять указанную информацию обязаны эмитенты ценных бумаг, допущенных к торгам на регулируемом рынке, и их владельцы.

6. Директива Европейского парламента и Совета ЕС от 21 апреля 2004 г. 2004/39/ЕС о рынках финансовых инструментов (Markets in Financial Instruments Directive, MiFID).

Указанная директива представляет собой ключевой для функционирования общеевропейского рынка капитала документ, целью которого является создание единого рынка для оптовых и розничных операций с финансовыми инструментами. Она была принята в 2004 г. в рамках Программы оценки финансового сектора (FSAP) и вступила в силу 1 ноября 2007 г. MiFID 2004/39/ЕС или MiFID I, заменила принятую ранее директиву об инвестиционных услугах (Investment Service Directive) и была направлена на усиление интеграции и эффективности финансовых рынков в ЕС.

Для этих целей MiFID I закрепляла порядок оказания финансовых услуг в отношении обращения финансовых инструментов и правила осуществления операторами торгов в их деятельности. До принятия MiFID в 2004 г. в европейском законодательстве отсутствовало четкое определение видов торговых площадок. В некоторых директивах, например в Директиве об инвестиционных услугах и в Директиве об инсайдерских сделках (Insider Dealing Directive), упоминалось такое понятие, как регулируемый рынок, но в общем и целом определение конкретных критериев регулирования рынка было прерогативой государств — членов ЕС. Юридическое закрепление понятий разных видов торговых систем имело большое значение, так как основной целью MiFID I было увеличение конкуренции между ними путем создания равных условий для осуществления торгов.

В октябре 2011 г. Европейская комиссия опубликовала предложение о дополнении и расширении сферы действия Директивы о финансовых рынках (MiFID II). Если первоначальная Директива MiFID I была нацелена на развитие конкуренции, закрепление принципа «единого паспорта», то MiFID II, в первую очередь, закрепляет меры, которые были одобрены на саммите G20 в Питсбурге в ответ на финансовый кризис и направлены на усиление защиты инвесторов, увеличение прозрачности и регулирование менее прозрачных рынков, в том числе рынка ПФИ.

Новая Директива MiFID II и дополняющий ее Регламент «О рынках финансовых инструментов» (MiFIR) устанавливают требования, направленные на эффективное функционирование рынка финансовых инструментов, в частности, требования к данным о сделке, подлежащим публикации и предоставлению компетентным органам, полномочия компетентных органов, прежде всего Европейского агентства по рынку ценных бумаг — European Securities and Markets Authority (ESMA)<sup>1</sup>. При этом Регламент MiFIR, в отличие от самой Директивы, имеет прямое действие и не требует дополнительной имплементации государствами — членами ЕС.

MiFID II/MiFIR были приняты Европарламентом 15 апреля 2014 г. и одобрены Советом ЕС 13 мая 2014 г. Они введены в действие 2 июля 2014 г. и будут внедряться в практику регулирования в странах — участницах ЕС в течение 30 месяцев после принятия (по январь 2017 г.).

Значимые изменения, отраженные в MiFID II, в первую очередь затрагивают виды торговых систем.

В MiFID I различались три вида организованной торговли: регулируемый рынок, многосторонние торговые площадки (MTF) (т.е. организованные торговые системы) и торговля посредством фирм, систематически осуществляющих исполнение поручений — систематических перекупщиков (systematic internaliser, SI), т.е. фирм, которые на регулярной и систематической основе исполняют поручения клиентов за счет собственных средств.

MiFID II дополнительно определяет еще один вид торговых систем — «организованные торговые площадки» (OTF). Это любая

<sup>1</sup> ESMA заменил собой комитет Европейских финансовых регуляторов — Committee of European Securities Regulators (CESR) с 1 января 2011 г. Это один из трех новых европейских надзорных органов в европейской системе финансовых супервайзеров (European System of Financial Supervisors).

система (кроме регулируемого рынка или MTF), управляемая инвестиционной компанией или иным организатором торгов, при которой сделки заключаются в результате взаимодействия разных контрагентов, продающих и покупающих финансовые инструменты. Важно и то, что операторы OTF не могут действовать за счет собственных средств, исполняя поручения клиентов.

При этом MiFIR уточняет, что данные сделки должны соответствовать нормам, закрепленным в гл. 2 новой Директивы. В этом Регламенте конкретизируются различия между двусторонним режимом, или режимом с участием SI, и многосторонним режимом OTF в отношении того, каким образом они оказывают услуги клиентам. Инвестиционная компания, исполняющая поручения клиентов на покупку и продажу финансовых инструментов за счет собственных средств, будет считаться системным перекупщиком, который (в отличие от OTF) не может сводить вместе интересы третьих сторон при покупке и продаже финансовых инструментов.

Определение OTF было намеренно дано в широкой форме для того, чтобы оно покрывало все виды регулируемой торговли производными и долговыми инструментами, как существующие, так и те, которые могут появиться в будущем. В то же время, по мнению некоторых экспертов, данное определение является слишком широким и не дает ясного понимания специфики этого вида торговых систем. В целом институт OTF создан для того, чтобы привнести прозрачность и упорядочить торговлю внебиржевыми ПФИ.

Предполагается, что OTF должны стать основным местом обращения стандартизированных внебиржевых ПФИ и бондов. Если сравнивать с опытом других юрисдикций, то OTF напоминают своп-биржи США, функции которых закреплены в законе Додда—Франка<sup>1</sup>.

Важно также отметить, что ст. 34 и 46 MiFID предоставляют участникам регулируемых рынков следующие права:

- право на удаленный доступ к сервисам центральных депозитариев (ЦД) и центральных контрагентов (ЦКА);
- право выбрать место расчета для их сделок при условии, что существуют связи между регулируемым рынком и данным лицом;

<sup>1</sup> Реформа Директивы «О рынках финансовых инструментов» (MiFID) и ее значение для финансовых рынков ЕС. URL: [http://www.eurasialegal.info/index.php?option=com\\_content&view=article&id=3250:--l---r-mifid-----&catid=195:2013-02-04-08-49-35&Itemid=42](http://www.eurasialegal.info/index.php?option=com_content&view=article&id=3250:--l---r-mifid-----&catid=195:2013-02-04-08-49-35&Itemid=42).

— право регулируемых рынков выбирать конкретный ЦКА и (или) ЦД для клиринга и расчетов по их операциям.

7. Директива Европейского парламента и Совета ЕС от 16 августа 2012 г 2012/648/ЕС о правилах регулирования инфраструктуры европейского финансового рынка (European Market Infrastructure Regulation, EMIR).

Это важный нормативный правовой акт ЕС, призванный регулировать торговлю и риски, связанные с внебиржевыми (over-the-counter, OTC) деривативами, сделки с которыми (в отличие от биржевых контрактов) заключаются вне регулируемых рынков. Он был принят во исполнение решений саммита G20 в Питсбурге в сентябре 2009 г.<sup>1</sup>

EMIR регулирует следующие вопросы операций со сложными финансовыми инструментами:

- отчетность по рынку внебиржевых деривативов (Reporting obligation for OTC derivatives);
- клиринг обязательств по сделкам с приемлемыми внебиржевыми деривативами (Clearing obligation for eligible OTC derivatives);
- меры по уменьшению кредитного и операционного рисков у сторон клирингуемых сделок с внебиржевыми деривативами (Measures to reduce counterparty credit risk and operational risk for bilaterally cleared OTC derivatives);
- общие правила для ЦКА и торговых репозитариев (Common rules for central counterparties (CCPs) and for trade repositories);
- правила взаимодействия между ЦКА (Rules on the establishment of interoperability between CCPs)<sup>2</sup>.

Первое применение данного правового акта на практике — своевременное подтверждение сделок с внебиржевыми деривативами клиентами финансовых институтов (как одно из действий для снижения рисков) — вступило в силу весной 2013 г. Процедуры по периодической сверке клиентского портфеля вступили в силу в сентябре 2013 г., а правила по отчетности о заключенных сделках начали действовать с 12 февраля 2014 г. Требования EMIR предусматривают сверку содержания портфеля деривативов, как минимум, один раз в год, при этом частота сверки зависит от числа незавершенных сделок.

<sup>1</sup> URL: [https://www.swedbank.ee/static/pdf/private/investor/portfolio/EMIR\\_com\\_bined\\_letter\\_RUS.pdf](https://www.swedbank.ee/static/pdf/private/investor/portfolio/EMIR_com_bined_letter_RUS.pdf).

<sup>2</sup> URL: [http://www.citadele.lv/common/img/uploaded/doc/info\\_emir\\_ru.pdf](http://www.citadele.lv/common/img/uploaded/doc/info_emir_ru.pdf).

В соответствии с EMIR стороны, заключающие сделки с внебиржевыми сложными финансовыми инструментами, должны согласовывать процедуру разрешения споров на случай возникновения разногласий. EMIR требует сообщать обо всех сделках со сложными финансовыми инструментами в Единую базу данных.

В начале 2013 г. Европейская комиссия опубликовала документ о практическом применении EMIR в отношении ЦКА из стран, не входящих в Евросоюз. Согласно разъяснениям Европейской комиссии все ЦКА из стран, не входящих в ЕС, оказывающие клиринговые услуги участникам клиринга или организаторам торговли из стран ЕС, должны быть признаны соответствующими правилам EMIR. В соответствии с требованиями стандарта Базель III такое признание влияет на оценку достаточности капитала банков ЕС, с учетом риска убытков от их операций с ЦКА. Приемлемыми ЦКА признаются только те из стран, не входящих в ЕС, которые отвечают соответствующим правилам EMIR. Для этого ЦКА из страны, не входящей в ЕС, должен соответствовать следующим условиям:

— нормативно-правовая база, применимая к ЦКА, должна быть эквивалентна требованиям, предусмотренным правилами EMIR;

— ЦКА должен иметь право на осуществление своей деятельности, которая должна подвергаться эффективному контролю и надзору со стороны государственных органов страны, в которой ЦКА учрежден;

— в стране, в которой ЦКА учрежден, должны существовать эквивалентные механизмы противодействия легализации доходов, полученных преступным путем;

— между ESMA и контролирующими органами страны, в которой ЦКА учрежден, должны быть заключены соглашения о сотрудничестве<sup>1</sup>.

Заключение об эквивалентности готовится с учетом фактических обстоятельств, а не по результатам проверки правил, применимых к ЦКА из стран, не входящих в ЕС, на предмет идентичности данных правил правилам, существующим в ЕС. Однако при вынесении учитываются особенности нормативно-правового ре-

<sup>1</sup> События международной инфраструктуры // Депозитариум. 2013. № 6 (124). С. 38. [Электронный ресурс] URL: [https://www.nsd.ru/common/img/uploaded/files/depo/124/38\\_smi\\_06.pdf](https://www.nsd.ru/common/img/uploaded/files/depo/124/38_smi_06.pdf).

гулирования, существующие в «домашних» для ЦКА странах. ЦКА из стран, не входящих в ЕС, оказывавшие клиринговые услуги участникам из стран ЕС на момент начала применения правил EMIR, должны были подать в ESMA заявление о признании их соответствующими указанным правилам в срок до 15 сентября 2013 г.

30 октября 2014 г. Европейская комиссия сообщила, что первое решение об эквивалентности правилам EMIR принято в отношении ЦКА из Австралии, Гонгконга, Японии и Сингапура.

8. Директива Европейского парламента и Совета ЕС от 23 июля 2014 г. 2014/909/ЕС о совершенствовании расчетов по ценным бумагам в Европейском союзе и о центральных депозитариях.

Директива принята в целях улучшения безопасности и надежности систем расчетов по ценным бумагам (Securities Settlement System, SSS) и открытия рынка услуг центральных депозитариев (ЦД). Она основана на внедрении Принципов для инфраструктурных институтов, разработанных профильными комитетами BIS и IOSCO (Principles for financial market infrastructures, PFMI). Директива требует предварительного учета всех торгуемых бумаг в форме электронных записей в системах учета и фиксации их в ЦД перед торговлей на регулируемых рынках (MTF и OTF).

Директива направлена на то, чтобы гармонизировать период расчетов по ценным бумагам и дисциплинировать режим расчетов в ЕС, внедрить общие для всех ЦД правила, основанные на международных стандартах, касающихся рисков операций и сервисов ЦД. В частности, устанавливается период не более T+2 (т.е. не более двух рабочих дней после сделки) для расчетов по ценным бумагам для всех европейских ЦД, их окончательность (безотзывность).

Предполагается, что ЦД выиграют от предусмотренных Директивой унификации требований по их лицензированию и получения единого в рамках ЕС «паспорта», что поможет устранить барьеры по доступу на рынок их услуг.

Принятие этой Директивы призвано также способствовать реализации инициативы Европейского центрального банка «Target2-Securities» (T2S) по расчетам ценнобумажных транзакций в евро, программно-технологическую реализацию которой планируется ввести в действие в 2016 г.

\* \* \*

ЕС последовательно проводит политику гармонизации законодательства государств — членов Союза в области рынка капитала, своевременно принимая и обновляя свои базовые директивы в этой сфере. В основу последних решений ЕС в этой сфере кладутся как установки СФС, так и наработки ассоциаций участников рынка, действующих рука об руку с наднациональным регулятором и ЕЦБ.

При этом, устанавливая условия допуска иностранных ЦКА к обслуживанию европейских рынков ЕС, он тем самым способствует распространению унифицированных процедур управления рисками клиринга и расчетов на организованном рынке и за пределы своей юрисдикции. Директива ЕС о совершенствовании расчетов по ценным бумагам в Европейском союзе и о центральных депозитариях, в свою очередь, является наиболее свежим примером внедрения наработок глобальных институтов, входящих в систему международных органов обеспечения финансовой стабильности, в нормативное регулирование наднационального государственного образования.

Работа органов ЕС в указанных направлениях может послужить хорошим ориентиром для органов регулирования рынками капитала государств — членов ЕАЭС в контексте их будущей интеграции.

#### 1.4. Направления развития и регулирования рынков капитала ЕАЭС в контексте изменений в глобальной экономике

Изменения в геополитической обстановке влияют на условия функционирования и развития экономики государств — членов ЕАЭС и в том числе национальных рынков капитала, входящих в него стран (Армении, Беларуси, Казахстана, Кыргызстана и России). Начиная с 2014 г. для их субъектов (в первую очередь, российских) растет стоимость заимствований на внешних и внутренних рынках кредита, происходит отток средств не только спекулятивных, но и портфельных инвесторов, сокращаются источники инвестирования.

Государства — члены ЕАЭС, конечно, должны учитывать и изменения в мировых тенденциях регулирования финансового рынка и реализовывать адекватные им инициативы на своем региональном уровне.

Однако прежде всего необходимо осуществить стратегический выбор вектора развития евразийской экономики в рамках сложившейся модели мировой экономики. Попытки формировать свою геопозицию, используя традиционные сетования стран третьего мира на несправедливость сложившегося порядка вещей, могут только поддерживать тенденцию на консервацию статуса стран — поставщиков сырья и человеческого капитала для развитых стран. Гораздо разумнее пытаться снять «ресурсное проклятие» не с помощью политических заклинаний о своей самобытности и особом пути, а осознанно проводимой политикой трансформации экономик, входящих в ЕАЭС, из ресурсодобывающих в инновационные или, скорее, экономики смешанного, ресурсно-инновационного типа.

Основные проблемы развития инновационной деятельности в ЕАЭС связаны с отсутствием эффективных механизмов реализации приоритетов в политике модернизации экономики, недостаточностью финансовых средств, необходимых для осуществления технологического обновления производства, проведения перспективных научных исследований и разработок. Требуется разработка и реализация мер по стимулированию инновационной деятельности, по развитию форм интеграции, связанных с организацией высокотехнологичных конкурентоспособных производств, по их обеспечению необходимыми специалистами<sup>1</sup>.

В основе медленного развития инновационных процессов в ЕАЭС находится дефицит инвестиций и недостаточное развитие предпринимательства, что, в свою очередь, является следствием административного давления на малый и средний бизнес, роста (или сохранения) доминирующей роли государственных корпораций и компаний с государственным участием в экономике. Эти проблемы в развитии инноваций могут быть устранены соответствующими коррективами государственной политики и положительным регулирующим воздействием на предпринимательскую деятельность путем создания комфортной для нее политической и правовой среды.

<sup>1</sup> Белова Г. И. Финансовая интеграция как стимул инновационного развития Евразийского экономического сообщества // Доклад на I Международной научной конференции «Регионы Евразии: стратегии и механизмы модернизации, инновационно-технологического развития и сотрудничества», 4–5 июня 2013 г. С. 4. [Электронный ресурс] URL: <http://www.gosbook.ru/node/77133>.

Одна из причин сложившегося положения вещей состоит в том, что существующая в государствах — членах ЕАЭС финансовая инфраструктура не включает в себя действенные механизмы привлечения капитала в инновационные проекты. Для того чтобы национальные экономики в ведущих экономиках ЕАЭС (России и Казахстана) начали развиваться за счет инноваций, а не добывающих отраслей, нужно создать необходимые условия для роста емкости финансовых рынков. В период острой фазы мирового финансового кризиса недостаточная емкость рынка капитала государств, ныне ставших членами ЕАЭС, самым этим фактом уменьшила степень его воздействия на их национальные экономики. Однако в условиях стабилизации и возобновления роста мировой экономики этот же фактор объективно тормозит преодоление национальными экономиками, и, в первую очередь, российской, нарастающих проявлений их стагнации. Надо использовать до сих пор недостаточно востребованный потенциал развития финансовых рынков государств — членов ЕАЭС, особенно в части применения инструментария рынка капитала, где отставание от лидеров мировой экономики особенно заметно.

Как выше отмечалось, процессы глобализации и развития рынка капитала тесно взаимосвязаны. Изменение длительности экономических циклов и форм проявления экономических кризисов происходит на фоне увеличения влияния рынка капитала на мировую экономику. При этом зависимость постиндустриальных экономик от рынка капитала выше, чем в индустриальных или развивающихся. Первые быстрее входят в кризис, но и быстрее из него выходят за счет того, что рынки капитала обеспечивают быстрый перелив ресурсов из стагнирующих сегментов экономики в растущие. Роль же рынков капитала в национальных экономиках государств — членов ЕАЭС не позволяет им пока противостоять нарастающим проявлениям их стагнации или замедления роста. Положение дел можно изменить за счет согласованной политики государственных органов и органов межгосударственного сотрудничества ЕАЭС<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Лансков П. М., Максимчук Н. В., Дуисенова Г. Г. Внутренние инвестиции в финансовые инструменты рынков капитала стран ЕЭП // Аналитический обзор. Евразийский банк развития. 2015. С. 14.

### Создание ЕАЭС как необходимое условие интеграции рынков капитала входящих в него стран

Как известно, прогресс в создании и функционировании Таможенного союза Беларуси, Казахстана и России дал возможность президентам этих стран принять 27 ноября 2009 г. в Минске историческое решение — перейти на более высокий уровень интеграции на территории бывшего СССР, приступить к формированию Единого экономического пространства (ЕЭП).

На своем саммите 19 декабря 2009 г. в Алматы главы трех государств утвердили План действий по формированию ЕЭП, предусматривающий разработку и подписание пакета международных договоров, обеспечивающих развитие ЕЭП. В результате его последовательной реализации сформировались основания для следующего шага на пути интеграции, и 29 мая 2014 г. в Астане руководителями трех государств был подписан межгосударственный Договор о Евразийском экономическом союзе (ЕАЭС), который вступил в силу 1 января 2015 г.

Основными целями ЕАЭС определены:

создание условий для стабильного развития экономик государств-членов в интересах повышения жизненного уровня их населения;

стремление к формированию единого рынка товаров, услуг, капитала и трудовых ресурсов в рамках Союза;

всесторонняя модернизация, кооперация и повышение конкурентоспособности национальных экономик в условиях глобальной экономики.

Согласно ст. 3 Договора ЕАЭС будет функционировать на следующих принципах:

уважение общепризнанных принципов международного права, включая принципы суверенного равенства государств-членов и их территориальной целостности;

уважение особенностей политического устройства государств-членов;

обеспечение взаимовыгодного сотрудничества, равноправия и учета национальных интересов сторон Договора;

соблюдение принципов рыночной экономики и добросовестной конкуренции;

функционирование Таможенного союза без изъятий и ограничений после окончания переходных периодов.

Потенциал ЕАЭС оказался привлекателен и для других стран СНГ. Армения и Кыргызстан уже выполнили соответствующую дорожную карту и подписали договор о вступлении в ЕАЭС, минуя промежуточную стадию Таможенного союза (ТС). Заявку на вступление готовит и Таджикистан, ожидавший вступления в союз Кыргызстана (до этого он не имел общей границы с участниками ЕАЭС).

ЕАЭС должен стать гораздо более глубокой формой экономической интеграции, чем предыдущие попытки таковой на постсоветском пространстве, и включает в себя, помимо действующего ТС, такие составляющие устойчивого экономического роста, как согласованная экономическая политика, обеспечение свободного движения товаров, капитала, трудовых ресурсов и доступ к инфраструктуре государств — членов ЕАЭС. В рамках ЕАЭС должны действовать общие механизмы регулирования рыночной экономики, основанные на гармонизации законодательства и унификации норм и стандартов. Для создания коридора институциональных возможностей привлечения инвестиций в экономику необходимо обеспечить согласованность механизмов поддержания конкуренции и государственных вложений, унификацию налоговой, денежно-кредитной политики и валютного регулирования, сформировать условия для развития в ЕАЭС интегрированного рынка капитала.

Считается, что ЕАЭС предпринимается попытка реализации отличной от стандартных моделей формы взаимодействия между его участниками. Фактическое доминирование связей по принципу страна финансового центра — страна финансовой периферии якобы утяжеляет принятый формат интеграции в странах ЕС. К такому формату в конце 2013 г. была приглашена Украина, которая была признана «недостаточно развитой» страной со всеми вытекающими отсюда ограничениями для самостоятельного развития своей экономики<sup>1</sup>. С другой стороны, очевидно, что Армения, Беларусь и Кыргызстан не могут претендовать на роль самостоятельных финансовых центров евразийского экономического пространства в силу объективных размеров своей экономики и рынков капитала, но это не означает, что они не могут быть вовлечены в их

<sup>1</sup> Раговик Л. В. Факторы и ограничения развития процессов евразийской интеграции в условиях усиления рисков финансовой глобализации : автореф. дис. ... канд. экон. наук. РГУПС, 2014. С. 12.

создание и в использование преимуществ свободного доступа к их сервисам.

Проект евразийской интеграции по своему замыслу является долгосрочным и основанным на принципах политического равенства его участников, вне зависимости от масштабов их экономики, для осуществления которого необходимы адекватные финансовые, организационно-экономические, интеллектуальные и человеческие ресурсы. Однако усиление геополитических рисков снижает динамику развития интеграционных процессов в странах — участницах ЕАЭС вследствие ослабления внешнеполитической позиции его ключевого участника — России.

Как известно, к России на уровне G-7 и ЕС решено применить санкции, направленные на снижение ее экономического и, соответственно, политического влияния на международные отношения. Постепенное, но последовательное введение санкций в отношении России и ее экономических субъектов вследствие присоединения Крыма, безусловно, снизит ресурсную базу развития ЕАЭС, но не изменит вектора развития этого процесса<sup>1</sup>. Наоборот, вопрос евразийской интеграции приобретает особый приоритет в условиях усиления глобальных вызовов и неопределенности их последствий.

Резкое сокращение и даже отток иностранных инвестиций из РФ необходимо попытаться компенсировать другими факторами, повышающими эффективность ее экономики как стержня ЕАЭС. Например, открытость экономики для движения из стран — участниц ЕАЭС капиталов, трудовых ресурсов, нематериальных активов; стимулирующая налоговая и таможенная политика; иммиграционное законодательство; упрощенные процедуры регистрации предприятий, оформления сделок, соответствие современным мировым стандартам в области бухгалтерского учета, финансовой отчетности, регулирования и надзора на рынке капитала. Это тем более актуально, поскольку сравнительный анализ условий осуществления бизнеса в РФ и Украине, который, так или иначе, фактически осуществляют многие крымские предприниматели (условия регистрации и ведения бизнеса, налоговые платежи, контролирующие органы и т.п.), свидетельствует, что украинское законодательство было для них более комфортным. Если не надевать политические шоры, то можно извлечь из этого соответствующую

<sup>1</sup> Раговик Л. В. Указ. соч. С. 12.

щий регулятивный урок, полезный не только для населения Крыма, но и для РФ и ЕАЭС в целом.

Необходимо учитывать, что если до марта 2014 г. российский рынок ценных бумаг рассматривался как однозначный лидер и локомотив будущего интегрированного рынка капитала в ЕАЭС, то в настоящее время этот сценарий развития представляется не столь очевидным. Армения, Беларусь и, особенно, Казахстан, с точки зрения ряда иностранных инвесторов, представляются теперь «тихими гаванями» в СНГ, с территории которых, кроме того, финансовым институтам с российским капиталом было бы, возможно, удобнее осуществлять трансграничные операции с участием западных партнеров. С другой стороны, развитие событий вокруг Украины к началу 2016 г. показывает, что негативный сценарий реализации их последствий для экономики и рынка капитала РФ, в виде нарастающих западных санкций, еще может быть остановлен.

По мнению одного из неформальных лидеров фондового рынка России Анатолия Гавриленко — председателя Совета финансового рынка, объединяющего крупнейшие саморегулируемые организации (СРО), «сегодня следует признать, что отечественный финансовый рынок в рамках последних событий потерял гораздо больше других секторов экономики страны. В том числе доверие инвесторов, стабильность и предсказуемость, уверенность в надежности вложений. То есть многое, что строится даже не годами, а десятилетиями, к чему последовательно шло руководство страны вместе с участниками рынка последние 10—15 лет»<sup>1</sup>. С другой стороны, сложившуюся ситуацию можно рассматривать как новый вызов для профессионализма, инновационного мышления и своеобразный тест на выживаемость и стресс-устойчивость российских финансовых институтов. Необходимо осмысление новой ситуации, понимание имеющихся и оставшихся возможностей, ревизия уже составленных планов и новый конкретный план по сохранению, выживанию и развитию рынка в новых экономических условиях. Для его формирования нужно задействовать профессионализм участников рынка через все имеющиеся общественные, саморегулируемые организации и их координирующие органы, существующие на российском финансовом рынке.

В связи с этим Совет финансового рынка считает необходимой разработку среднесрочной стратегии развития рынка и дорожной

<sup>1</sup> URL: <http://gavrilenko.ag/blog/post/20274/>.



карты по реализации указанной стратегии. Было бы разумно привлечь к ее разработке и реализации партнеров из других стран ЕАЭС, в первую очередь Казахстана.

В условиях кризиса идей по развитию рынка капитала прежними способами, путем перекачки в него и через него денежной ликвидности от продажи сырья ряд экспертов считают, что необходим комплекс мер, направленный на переориентирование фондового рынка его от спекулятивных целей к функции перераспределения финансовых ресурсов в реальный (производственный) сектор экономики.

Среди подобных мер называются привлечение денежных средств частных лиц в финансовые инструменты, пригодные к использованию в обеспечении (погашении) займов, ипотечных кредитов, пенсионном сбережении и т.п. Предлагается осуществлять финансирование государственных инвестиционных проектов не прямым предоставлением финансовых ресурсов, а за счет приобретения государством финансовых инструментов, прежде всего акций, эмитентами которых выступают хозяйствующие субъекты, через которые осуществляются государственные инвестиционные программы и (или) осуществляется финансирование инвестиционных проектов.

Говорится о необходимости дальнейшего упрощения процедур государственной регистрации выпусков эмиссионных ценных бумаг, в целях снижения административных барьеров по доступу хозяйствующих субъектов к рынку капитала, а также о создании системы преференций для эмитентов (хозяйствующих субъектов), ценные бумаги которых допущены к размещению/обращению на национальной фондовой бирже<sup>1</sup>.

Не отрицая правомерности предложений по умеренному государственному протекционизму в отношении рынков капитала РФ/ЕАЭС, представляется, что основные внутренние резервы возобновления его роста — это, прежде всего, развитие страхового и пенсионного сегментов как источников «длинных денег» в экономике государств — членов ЕАЭС и совершенствование регулирования рынка капитала на основе согласованных принципов в интересах их интеграции.

Участники рынка капитала с тревогой наблюдают за складывающейся вокруг РФ геополитической ситуацией, которая ставит

<sup>1</sup> Материалы Изборского клуба. [Электронный ресурс] URL: <http://www.dynacon.ru/content/articles/2700/>.

под вопрос развитие ее рынка капитала как сегмента мирового финансового рынка. Тем не менее это не означает, что следует бросаться в крайности изоляционизма, которые в условиях глобальной экономики бесперспективны для стран, уже занимающих свое место в международном разделении труда.

В сложных политических и экономических обстоятельствах, в которых оказалась РФ и ее партнеры по ЕАЭС вследствие событий, происходящих на Украине и вокруг нее, политика органов, регулирующих рынок капитала в государствах — членах ЕАЭС, должна в значительной степени строиться вокруг идеи их интеграции и использования внутренних источников их роста, так как это одно из того немногочисленного, что на уровне межгосударственных отношений РФ можно противопоставить неблагоприятной для нее геополитической обстановке.

#### Политика регулирующих органов государств — членов ЕАЭС по развитию рынка капитала

Несмотря на почти четвертьвековой опыт развития систем регулирования рынка капитала в государствах — членах ЕАЭС, вряд ли можно утверждать, что сами органы и их регулятивная политика уже устоялись и оптимизировались. Например, в Российской Федерации (РФ) и Республике Казахстан (РК) неоднократно предпринимались весьма решительные шаги по изменению механизма регулирования с использованием самых разных государственных институтов.

В РФ в 2013—2015 гг. осуществлялся достаточно болезненный переход к мегарегулированию финансового рынка посредством Банка России, который продолжает осмысливать и переваривать регулятивное наследие Федеральной службы по финансовым рынкам (ФСФР), около 10 лет проработавшей в системе органов исполнительной власти РФ и созданной в 2004 г., в свою очередь, вместо Федеральной комиссии по ценным бумагам (ФКЦБ). Объединение с осени 2013 г. в одном лице регулирования и надзора банковским, страховым, пенсионным и фондовым секторами финансового рынка в стране с экономикой такого масштаба, как РФ, представляется беспрецедентным экспериментом, последствия которого могут иметь неоднозначный характер. Например, обращает на себя внимание и то, что часть регулятивных и надзорных функций за небанковским рынком капитала в РФ отнесена к ком-

петенции тех же подразделений Банка России, что осуществляют их в отношении кредитных организаций<sup>1</sup>. Это чревато определенным риском утраты учета отраслевой специфики в надзоре.

Хотя после создания мегарегулятора в лице Банка России прошло достаточно времени, краткий материал, описывающий основные направления развития и обеспечения стабильности функционирования финансового рынка РФ на период 2016—2018 гг., появился лишь в самом конце 2015 г.<sup>2</sup> Он в общих чертах уточняет государственную политику в отношении рынка капитала в контексте стратегий развития фондового рынка, страхового рынка и пенсионной системы, принимавшихся Правительством РФ еще в 2008—2013 гг., а также документов по построению в РФ международного финансового центра, о которых речь пойдет ниже.

В РК ключевые регулирующие функции на рынке капитала также неоднократно переходили из рук в руки. Их последовательно осуществляли Национальная комиссия по ценным бумагам, Национальный банк РК, Агентство РК по регулированию и надзору финансового рынка (2004 г.) при участии Агентства РК по регулированию деятельности регионального финансового центра Алматы (2006—2011 гг.) и, наконец, снова Национальный банк РК (2011 г.), в котором одновременно выделен Комитет по контролю и надзору финансового рынка и финансовых организаций<sup>3</sup>. Хотелось бы также отметить, что в структуре управления Национального банка РК (в отличие от Банка России) при всей комплексности его регулятивных полномочий предпринята все же попытка обособления контрольно-надзорных функций от нормотворческих.

Хотелось бы также отметить, что в структуре управления Национального банка РК (в отличие от Банка России) при всей комплексности его регулятивных полномочий предпринята все же более последовательная попытка обособления контрольно-надзорных функций от нормотворческих.

Что же касается гораздо более скромного по масштабам рынка капитала Республики Беларусь (РБ), то функции регулятора рынка капитала ныне там отнесены к полномочиям департамента ценных бумаг и главного управления страхового надзора Министерства

<sup>1</sup> URL: [http://www.cbr.ru/today/?PrtId=bankstructute\\_sub](http://www.cbr.ru/today/?PrtId=bankstructute_sub).

<sup>2</sup> [http://www.cbr.ru/finmarkets/files/development/opr\\_1618.pdf](http://www.cbr.ru/finmarkets/files/development/opr_1618.pdf).

<sup>3</sup> URL: <http://www.afn.kz/?switch=rus&docid=516>.

финансов РБ<sup>1</sup>, хотя с 1998 по 2006 г. в качестве самостоятельного регулирующего органа в РБ работал Комитет по ценным бумагам РБ. Программа развития рынка ценных бумаг РБ на 2011—2015 гг., принятая Советом министров и Национальным банком РБ<sup>2</sup>, к началу 2016 г. была далека от исполнения.

Функцию регулирования и контроля рынка капитала Армении, присоединившейся, как и Кыргызстан, к ЕАЭС в 2015 г., выполняет Центральный банк республики. Принцип единого регулятора на финансовом рынке Армении действует с 2006 г., а до этого функции регулирования и контроля за фондовым рынком выполнялись Комитетом по ценным бумагам Министерства финансов Республики Армения<sup>3</sup>. На армянском рынке капитала работает всего несколько десятков его профессиональных участников, в основном кредитных организаций.

Государственное регулирование рынка ценных бумаг в Кыргызской Республике с момента его возникновения в 90-е гг. прошлого века осуществлялось Государственной комиссией по рынку ценных бумаг (ГКРЦБ), а в последние годы — Государственной службой регулирования и надзора за финансовым рынком при Правительстве Кыргызской Республики (Госфиннадзор). При этом Национальный банк Кыргызской Республики выполняет обычно несвойственные монетарной власти функции организатора торговли государственными ценными бумагами. Сами же рынки государственных и корпоративных ценных бумаг существуют в Кыргызстане отдельно друг от друга. Обращение государственных ценных бумаг происходит на торговой площадке Национального банка, а обращение муниципальных и корпоративных ценных бумаг — на торговой площадке Кыргызской фондовой биржи<sup>4</sup>. Оборот последней не превышает нескольких десятков миллионов долларов в год.

Так или иначе, но вопрос проведения совместной или хотя бы скоординированной политики указанных регулирующих органов государств — членов ЕАЭС пока не переведен в практическую плоскость, хотя без этого невозможно говорить о начале осуществ-

<sup>1</sup> URL: <http://www.minfin.gov.by/ministry/structure/fbfe32329a8403b3.html>.

<sup>2</sup> URL: <http://www.pravo.by/main.aspx?guid=3871&p0=C21100482&p2={NRPA}>.

<sup>3</sup> URL: <http://sdo.rea.ru/cde/conference/3/file.php?fileId=12>.

<sup>4</sup> Материалы Круглого стола: «Развитие рынка ценных бумаг до 2020 года — вызовы, идеи, решения», 17—19 сентября 2015 г., г. Чолпон-Ата. [Электронный ресурс] URL: <http://www.kse.kg/files/files/2.pdf>.

ления практической интеграции. Принято считать, что рынок тех или иных финансовых инструментов или услуг считается полностью интегрированным, когда все действующие и потенциальные участники такого рынка, во-первых, подчиняются одному перечню правил (при проведении операций с этими финансовыми инструментами или при оказании соответствующих финансовых услуг); во-вторых, имеют равные условия доступа к этим финансовым инструментам и к инфраструктурным сервисам; и в-третьих, встречаются одинаковое со всеми остальными на рынке к себе отношение со стороны регулирующих органов.

Так как указанные критерии интеграции вполне объективны, было бы естественно для государств — членов ЕАЭС осуществлять развитие рынков капитала через их интеграцию и интеграцию через их развитие.

Практическое воплощение идеологии интеграции на рынках капитала ЕАЭС предлагается одновременно вести в трех ключевых аспектах:

- устранение ограничений на трансграничное движение капитала и допуск нерезидентов из других стран Союза на внутренние финансовые рынки;
- принятие общих стандартов регулирования профессиональной деятельности на рынке капитала и корпоративного управления с переходом в дальнейшем к гармонизации законодательства;
- формирование ЕБП на основе согласованных технологий и бизнес-процессов регулируемых рынков (в первую очередь, в сфере клиринга и расчетов по сделкам с финансовыми инструментами эмитентов государств — членов ЕАЭС) как проекта, вокруг которого может возникнуть евразийская система финансовых центров.

Успешная интеграция рынков капитала способствовала бы инновационному развитию экономик государств — членов ЕАЭС<sup>1</sup>.

Опыт ЕС и других межгосударственных объединений показывает, что интеграция содержит значительный потенциал для ускоренного экономического роста вообще и для развития рынка капитала как одного из его ведущих факторов в частности.

Надо, однако, иметь в виду, что многочисленные интеграционные проекты, касающиеся рынка капитала, которые обсуждались в свое время в рамках СНГ, ЕвразЭС, Союза РФ и РБ, неоднократно тонули в бесконечных согласованиях профильных ведомств на-

<sup>1</sup> Белова Г. И. Указ. соч. С. 8.

циональных государств. Ведущиеся при этом переговоры стран — участниц интеграционных объединений, изначально ставящие себе целью гармонизацию интересов, подходов, нормативных актов и т.п., во многих случаях превращались в самоцель и не приводили к значимым практическим результатам. Этого этапа в своем развитии в свое время не избежал и ЕС, как будет показано ниже.

Давно замечено, что при использовании в межгосударственных отношениях только инструмента переговоров возникает ситуация, когда результаты переговоров могут во многом определяться сравнительной силой государств. Установленные в результате длительных переговоров гармонизированные нормы нередко оказываются выгодными не для всех их участников. Опасаясь этого, другие стороны могут в принципе до бесконечности вести дискуссии по установлению гармонизированных норм. Помимо собственно экономических факторов, на результаты дискуссий будет влиять множество других, в том числе сиюминутных, факторов, которые могут вытеснить из нее проблематику гармонизации законодательства. Наконец, при данной форме интеграции соответствующие процессы протекают достаточно медленно<sup>1</sup>.

Обобщение зарубежного опыта дает представление об истории развития интеграционных процессов в рамках других региональных объединений. Например, на разных этапах интеграции в ЕС использовались различные инструменты и их комбинации.

Согласно данным Института исследований европейской интеграции (Вена, Австрия), на начальном этапе (1957—1985 гг.) процесс развивался в направлении гармонизации законодательства, подразумевающего регулируемый процесс по сближению национальных законодательств государств — членов ЕС в целях создания и нормального функционирования общего и внутреннего рынков ЕС<sup>2</sup>.

При этом Европейская комиссия, совместно с государствами — членами ЕС, определяет сферу гармонизации, составляет перечень тех нормативных актов, которые могут быть объектом гармонизации, под которую попадает не только действующее, но и обновляемое законодательство этих государств.

<sup>1</sup> Лузгина А. Н. Единое экономическое пространство Беларуси, России, Казахстана и Украины — выгоды и потери. Минск : Логвинов, 2005. С. 88.

<sup>2</sup> Institute for European Integration Research of the Austrian Academy of Sciences. [Электронный ресурс] URL: <http://eif.univie.ac.at/institute.php>.

Далее, на протяжении 1985—1999 гг. процесс был изменен в направлении минимальной гармонизации как механизма выработки базового набора общих для всех правил в сочетании с взаимным признанием законодательства и регулирования государствами — членами ЕС. Этот подход оказался более результативен.

В период с 2000 по 2010 г. регуляторная интеграция в ЕС продолжала идти по пути минимальной гармонизации, но уже под руководством наднациональных органов, призванных эффективно выполнять административные функции. С 2011 г. по настоящее время на этапе создания европейской банковской системы и единого общеевропейского ведомства по банковскому, финансовому, страховому и пенсионному надзору вновь применяется гармонизация, но теперь уже при участии органов ЕС. Необходимо отметить, что существенный вклад в преодоление трудностей европейского интеграционного процесса внесли экономические/финансовые кризисы и стремление воспрепятствовать их распространению<sup>1</sup>.

Таким образом, в ЕС в текущий период его развития активно используется гармонизация законодательства в рамках обязательных наднациональных актов, т.е. на основе решений надгосударственных органов. Преимуществом такого способа управления интеграционным процессом является отсутствие прямого влияния ведомственных интересов национальных органов регулирования на наднациональные структуры ЕС, которые принимают общие стандарты функционирования рынков капитала. Скорость принятия содержательных интеграционных решений при существовании наднациональных органов регулирования и мониторинга значительно повышается.

Соответственно, можно предположить, что кардинального ускорения процесса по интеграции рынков капитала государств — членов ЕАЭС (к чему вызывает текущая политическая и экономическая ситуация) можно было бы добиться ускорением создания наднационального регулирующего органа, в котором были бы сосредоточены полномочия по выработке базовых регулятивных норм. К сожалению, Договором о ЕАЭС это предполагается сделать только к 2025 г., в качестве итога процесса гармонизации соответствующего законодательства. Ведущийся таким образом про-

<sup>1</sup> Максимчук Н. Какая интеграция нужна организованному товарному рынку // РЦБ. 2014. № 4. С. 62.

цесс гармонизации рискует стать бесконечным, так как пока гармонизируются существующие нормы и правила, бюрократические аппараты профильных национальных ведомств будут принимать новые.

Между тем национальным регулирующим органам (в первую очередь, в РФ как стране с наиболее развитым рынком капитала в ЕАЭС) до создания наднациональных органов и до завершения еще не начавшегося процесса гармонизации есть чем заняться и внутри собственных стран. При этом необходима хотя бы минимальная координация направлений регулятивных действий и обмен информацией по результатам ее осуществления, например, под эгидой уже созданной Евразийской экономической комиссии (ЕЭК) как органа ЕАЭС с некоторой наднациональной компетенцией.

Среди направлений совершенствования государственного регулирования и надзора рынка капитала в государствах — членах ЕАЭС, с учетом предложений экспертов, необходимо выделить несколько носящих достаточно универсальный характер:

— установление дифференцированных надзорных требований, при котором интенсивность и глубина дистанционного и контактного надзора зависят от роли и размера финансового института, что позволяет больше внимания уделить надзору за системообразующими структурами. Оправданно введение нескольких уровней надзора, что позволит ослабить требования к малым и средним региональным институтам в рамках дистанционного надзора. Особенно такая дифференциация актуальна для РФ, для рынка которой, в отличие от рынков других стран Союза, пока характерно известное разнообразие и значительное количество небанковских финансовых институтов;

— внедрение контрициклического регулирования и надзора. Значительный положительный эффект для финансового рынка может иметь повышение требований к достаточности капитала, страховых и пенсионных резервов при признаках перегрева экономики и их снижение в период рецессии, который мы наблюдаем в РФ и других странах Союза;

— отказ от непродуманного копирования требований и от опережающего внедрения ограничений, накладываемых на деятельность небанковских финансовых институтов регуляторами ЕС, США и других развитых рынков, ввиду различности стадий развития, на которых они и рынки капитала ЕАЭС находятся. В связи с

наличием в составе ЕАЭС стран с более низким уровнем развития рынков капитала, чем в РФ и в РК, учет их интересов в этом контексте представляется наиболее оправданным, чем слепое следование в фарватере западной регуляторной политики, к тому же сопровождаемой санкциями к ряду российских финансовых институтов<sup>1</sup>;

— широкое применение механизмов саморегулирования рынков капитала под государственным контролем. Необходимо, в частности, перенос на уровень стандартов СРО большей части требований к организации собственно профессиональной деятельности ввиду того, что их нормирование на уровне правовых актов регулирующих органов объективно не поспевает за потребностями рынка<sup>2</sup>.

Все эти направления совершенствования регулирования могут и должны быть реализованы и в рамках проекта создания ЕБП государств — членов ЕАЭС.

\* \* \*

На данный момент приходится констатировать, что интеграция рынков капитала в ЕАЭС еще не вошла в круг приоритетов регулирующих их национальных органов стран Союза. Учитывая опыт интеграции указанных рынков в ЕС, можно утверждать, что до создания наднационального регулирующего органа основные надежды на прорыв в этом направлении экспертное сообщество связывает с идеей создания Единого биржевого пространства (ЕБП), впервые сформулированной в рамках деятельности Рабочей группы по созданию международного финансового центра (МФЦ) в РФ.

Кроме того, возможна и необходима согласованная реализация национальными регулирующими органами хотя бы самых общих подходов к регулированию рынка капитала. Таковые подходы (и реализуемые на их основе конкретные проекты) могли бы быть определены ими совместно, с участием профессиональных и саморегулируемых сообществ и под эгидой ЕЭК.

<sup>1</sup> Доклад Эксперт-РА о состоянии национальной финансовой системы и возможностях ее интенсивного развития, май 2011 г. [Электронный ресурс] URL: [http://www.gaexpert.ru/sproject/bfsr/kto\\_proffinansiruet/](http://www.gaexpert.ru/sproject/bfsr/kto_proffinansiruet/).

<sup>2</sup> Лансков П. М. Реформы регулирования финансового рынка и его инфраструктуры и их возможные последствия // ЭКО. 2013. № 7. С. 38.

### 1.5. Международные финансовые центры на территории ЕАЭС как элементы интеграции евразийских рынков капитала

Становление интегрированного рынка капитала государств — членов ЕАЭС в условиях формирования новой архитектуры мировой финансовой системы должно происходить на основе партнерства государств и бизнеса в финансовой сфере. Интеграционные процессы на рынке капитала — одна из ведущих тенденций в мировой практике его развития, но для ее реализации в ЕАЭС, как уже отмечалось, нужны общие для участников рынков финансовые инструменты и регламентирующие их выпуск и оборот регулятивные нормы, которые будут стимулировать инновационное развитие экономики Союза. Согласно ст. 70 «Цели и принципы регулирования финансовых рынков» Договора о ЕАЭС его государства-члены осуществляют согласованное регулирование финансовых рынков в соответствии со следующими целями и принципами:

— углубление экономической интеграции государств-членов в целях создания в рамках Союза общего финансового рынка и обеспечения недискриминационного доступа на финансовые рынки государств-членов;

— обеспечение гарантированной и эффективной защиты прав и законных интересов потребителей финансовых услуг;

— создание условий для взаимного признания лицензий в банковском и страховом секторах, а также в секторе услуг на рынке ценных бумаг, выданных уполномоченными органами одного государства-члена на территориях других государств-членов;

— определение подходов к регулированию рисков на финансовых рынках государств-членов в соответствии с международными стандартами;

— определение требований, предъявляемых к банковской деятельности, страховой деятельности и деятельности на рынке ценных бумаг (пруденциальных требований);

— определение порядка осуществления надзора за деятельностью участников финансового рынка;

— обеспечение прозрачности деятельности участников финансового рынка.

На сегодняшний день рынки капитала государств, представленных в ЕАЭС, можно отнести к группе развивающихся. Так, например, согласно данным регулирующих органов, в середине 2015 г. капитализация рынка акций и объем выпуска долговых бу-

маг в РФ составили 45% от ВВП<sup>1</sup>, тогда как в РК — около 25%, в то время как в США — 142%.

При этом следует учесть, что уровень развития фондового рынка Армении, Беларуси и Кыргызстана существенно отстает от РФ и РК по капитализации рынка акций (от долей процента до нескольких процентов от ВВП). Из рынков капитала государств — членов ЕАЭС только российский рынок характеризуется значительным присутствием иностранных инвесторов, о чем свидетельствует тот факт, что из-за оттока иностранных инвестиций в разгар конфликта вокруг Крыма индекс ММВБ потерял за один день более 14%. Отдельные эмитенты потеряли до 24% своей капитализации. Налицо беспокойство многих зарубежных инвесторов состоянием и перспективами российского рынка. И при пересмотре инвестиционных стратегий хедж-фондов по позициям на развивающихся рынках они могут обратить свое внимание на Казахстан. В то же время реализация объективных преимуществ российского рынка в сфере интеграции рынков капитала ЕАЭС не осуществляется в текущем режиме. Эксперты отмечают, что политика России в этой сфере не наступательна. Тем самым теряются уникальные шансы по концентрации в России финансовых инструментов, институтов и денежных ресурсов из стран постсоветского пространства<sup>2</sup>.

Нельзя сказать, что на уровне межгосударственного сотрудничества стран, которые в 2015 г. стали членами ЕАЭС, ранее ничего не предпринималось для облегчения свободного движения капитала между ними.

Так, в свое время был принят ряд соглашений ЕврАзЭС (организации — предшественника ЕАЭС), касающихся обмена информацией, защиты инвестиций, сотрудничества на рынке ценных бумаг, организации интегрированного валютного рынка: Соглашение об обмене информацией между уполномоченными органами по регулированию рынков ценных бумаг государств — членов ЕврАзЭС (2003 г.), Соглашение о сотрудничестве государств — членов ЕврАзЭС на рынке ценных бумаг (2004 г.), Соглашение о сотрудничестве в области организации интегрированного валютного рынка ЕврАзЭС (2006 г.), Соглашение о поощрении и взаимной защите инвестиций в государствах — членах ЕврАзЭС

<sup>1</sup> URL: [http://www.cbr.ru/analytics/fin\\_r/fin\\_mark\\_01-2013.pdf](http://www.cbr.ru/analytics/fin_r/fin_mark_01-2013.pdf).

<sup>2</sup> URL: <http://www.mirkin.ru/>.

(2008 г.), Соглашение о создании условий на финансовых рынках для обеспечения свободного движения капитала и Соглашение о торговле услугами и инвестициях в государствах — участниках Единого экономического пространства (ЕЭП) (2010 г.)<sup>1</sup>.

Тем не менее надо признать, что объем международно-правового регулирования рынков капитала в ЕврАзЭС оставался незначительным, а его нормы носили декларативный характер и лишь обозначали контуры будущего сотрудничества. Основу такого регулирования должны были составить два последних по времени подписания соглашения. Они содержали некоторые международно-правовые средства создания единого рынка финансовых услуг, в частности, принцип взаимного признания административных актов сторон, в том числе лицензий на осуществление профессиональной деятельности, а последнее соглашение указывало, что страны — участницы ЕЭП рассмотрят необходимость создания наднационального органа по регулированию финансового рынка. ЕЭК в июне 2013 г. одобрила проект соглашения о единых требованиях к осуществлению деятельности на финансовых рынках, которое было призвано упорядочить процесс гармонизации законодательства сторон и содержало определенные элементы механизма такой гармонизации, в частности, право ЕЭК принимать решения, которые страны — участницы ЕЭП имплементируют в национальное законодательство<sup>2</sup>.

Однако теперь перспективы совершенствования (гармонизации) регулирования евразийских рынков капитала во многом определяются их правовым оформлением в подписанном Договоре о ЕАЭС и выглядят более определенными, хотя страны с наиболее развитыми рынками капитала в ЕАЭС — Россия и Казахстан — продолжают развивать национальные проекты формирования МФЦ.

Если транспонировать эти проекты в контекст формирования интегрированного рынка капитала государств — членов ЕАЭС, то речь должна идти о согласованном формировании на постсоветском пространстве системы региональных (евразийских) финансовых центров, которые, в первую очередь, выполняли бы роль

<sup>1</sup> URL: [http://center-aspekt.ru/mnenie\\_nashih\\_expertov/news\\_post/137373201](http://center-aspekt.ru/mnenie_nashih_expertov/news_post/137373201).

<sup>2</sup> *Лифшиц И. М.* Проблемы и перспективы международно-правового регулирования финансовых рынков в едином экономическом пространстве ЕврАзЭС // Евразийский юридический журнал. 2013. № 12(67).

## 1. Глобализация финансовых рынков как фактор их интеграции в рамках ЕАЭС

взаимосвязанных торговых площадок для размещения и обращения акций, долговых бумаг и иных финансовых инструментов рынка капитала в рамках ЕБП (рис. 1.3).

Соответственно работу по созданию МФЦ в РФ, уже проведенную в рамках реализации «Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года» и Плана мероприятий (дорожная карта) «Создание международного финансового центра и улучшение инвестиционного климата в Российской Федерации» (утв. распоряжением Правительства РФ от 19 июня 2013 г. № 1012-р), следует рассматривать в контексте того, что Москва по объективным причинам должна быть ключевым элементом евразийской системы финансовых центров в случае ее формирования в рамках процесса по интеграции рынков капитала государств — членов ЕАЭС.

С другой стороны, Казахстан в соответствии с проектом Концепции развития финансового сектора РК до 2030 г.<sup>1</sup> претендует на то, чтобы региональный финансовый центр в Алматы<sup>2</sup> стал исламским финансовым «хабом» в ЕАЭС и в СНГ, что могло бы стать его специализацией и в рамках системы евразийских финансовых центров, и в ЕБП. Здесь же в соответствии с Договором о ЕАЭС будет располагаться будущий наднациональный орган, регулирующий интегрированный рынок капитала. Необходимо также помочь найти свое место в этой системе Армении, Беларуси и Кыргызстану, в которых может быть, например, развернута система взаимосвязанных биржевых площадок по торговле сельхозпродукцией.

В известном смысле Москва уже функционирует как финансовый центр, концентрируя у себя, по разным оценкам, от 70 до 80% финансовых потоков страны и представляет первостепенный интерес для зарубежных инвесторов. Здесь расположены практически все центральные офисы ведущих финансовых организаций России. В Москве расположено почти 90% представительств работающих в России и в СНГ зарубежных банков, международных финансовых организаций, аудиторских и консалтинговых организаций. Москва занимает первое место в РФ по банковским активам, объему предоставленных кредитов, числу кредитных организаций (более 500) и биржевому обороту.

<sup>1</sup> URL: [http://adilet.zan.kz/rus/docs/U100000923\\_](http://adilet.zan.kz/rus/docs/U100000923_).

<sup>2</sup> В 2015 г. проект создания МФЦ в РК намечено перенести в Астану.

## 1.5. Международные финансовые центры на территории ЕАЭС как элементы интеграции

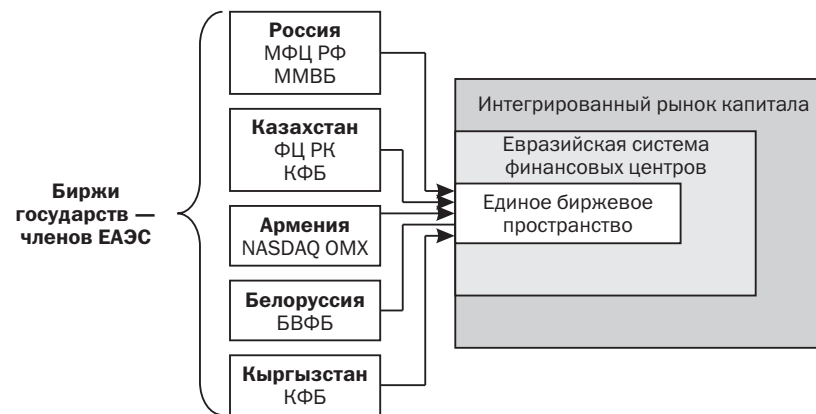


Рис. 1.3. Взаимосвязь формирования ЕБП, создания Евразийской системы финансовых центров и интеграции рынков капитала ЕАЭС

В связи со сложными геополитическими и экономическими обстоятельствами, в которых оказалась РФ начиная с весны 2014 г., ей в первую очередь следовало бы попытаться добиться синергетического эффекта от системной взаимосвязи локальных проектов создания в РФ и РК международного и регионального финансовых центров и интеграции рынков капитала государств — членов ЕАЭС. В этом контексте односторонние шаги РФ по либерализации доступа на ее рынок капитала, например в форме перехода от национального режима регулирования к режиму одностороннего признания финансовых институтов и инструментов, зарегистрированных в странах Союза, а также их односторонний свободный допуск на внутренний рынок, могли бы дать некоторый толчок угасающему развитию российского рынка капитала и бизнесу его участников в качестве механизма инновационного развития экономики<sup>1</sup>.

Обязательными условиями соответствия статусу МФЦ, в который в перспективе могла бы вырасти евразийская система (региональных) финансовых центров, обычно называют:

— наличие широкого спектра инструментов рынка капитала, обеспечивающих инвесторам разнообразные возможности с точки

<sup>1</sup> ООО «ИНФИ ПАРТАД». Отчет по третьему этапу НИР «Формирование единого биржевого пространства и централизация институтов учета и расчетов в рамках ЕЭП». С. 30. [Электронный ресурс] URL: <http://www.eurasiancommission.org/ru/act/finpol/dofp/finance/nir/reports/Pages>.

зрения соотношения затрат и прибыли, уровня рисков, сроков исполнения сделок и ликвидности финансовых инструментов;

- привлечение иностранных инвесторов для совершения операций с локальными и иностранными финансовыми инструментами на регулируемых рынках;
- наличие развитой кредитной системы;
- наличие эффективной, современной, технологичной фондовой биржи;
- умеренное налогообложение;
- «дружественность» валютного законодательства, разрешающего доступ иностранных заемщиков на национальный рынок и иностранных ценных бумаг к биржевой котировке;
- развитая правовая система, предусматривающая подробное и ясное регулирование, защиту права собственности, эффективное правоприменение;
- надежная судебная система, пользующаяся доверием участников рынка;
- удобное географическое положение;
- наличие эффективных международных систем связи;
- наличие квалифицированных кадров, способных эффективно работать в финансовых институтах, инфраструктурных и консультационных организациях, а также в регулирующих органах<sup>1</sup>.

Выполнение этих условий во многом зависит от согласованной политики государственных органов стран Союза. Органам же регулирования рынка капитала в РФ, в первую очередь, сейчас надо предпринимать специальные организационно-правовые усилия для останова бегства нерезидентов из российских фондовых инструментов и для их последующего комфортного возвращения, что требует, по нашему мнению, предоставления льготного налогового режима для иностранных финансовых посредников, обслуживающих инвестиции в российские ценные бумаги.

Согласно имеющейся международной практике такого рода льготы могли бы предоставляться следующими тремя возможными способами или их сочетанием:

- создание на уровне регионального правительства благоприятного климата для нерезидентов через льготы (региональные

<sup>1</sup> Сахаров А. А. Международные финансовые центры // Регламентация банковских операций. 2009. № 2. [Электронный ресурс] URL: [http://www.reglament.net/bank/reglament/2009\\_2.htm](http://www.reglament.net/bank/reglament/2009_2.htm).

налоги, аренду, доступ к иным ресурсам города), что предполагает создание системы управления проектом развития МФЦ в структуре городских властей, по аналогии с Лондоном и Франкфуртом;

- выделение участников международного сегмента организованных рынков — бирж для свободных, без ограничений операций нерезидентов между собой, под налоговые льготы (аналоги — Стамбул, Алматы);
- аккредитация нерезидентов при специальном правительственном агентстве как основание для налоговых льгот по операциям на международных финансовых рынках «нерезидент — нерезидент» (аналоги — Дублин, Ванкувер, Монреаль, Алматы)<sup>1</sup>.

Указанные способы обсуждаются на протяжении ряда лет после провозглашения РФ курса на создание МФЦ, но ничего существенного в этих направлениях пока не было сделано. Между тем Рабочая группа по созданию МФЦ РФ при Совете при Президенте РФ по развитию финансового рынка (РГ МФЦ) показала свою большую эффективность в выработке и продвижении законодательных предложений по подобным вопросам развития рынка капитала по сравнению с рядом профильных ведомств. При ней успешно работает осуществляющий организацию ее экспертной поддержки профессионалами рынка некоммерческий фонд «Аналитический центр «Форум» (АЦ Форум).

Исходя из перечисленных выше вариантов привлечения нерезидентов к развитию МФЦ, и с учетом того, что отсутствие ответственного за развитие рынка капитала органа в структуре органов исполнительной власти уже негативно сказывается на вовлеченности Правительства РФ в этот процесс, предлагается рассмотреть вопрос о создании на базе указанной РГ МФЦ (или в дополнение к ее деятельности) Агентства по развитию МФЦ в качестве уполномоченной государством структуры со специальной компетенцией.

Такое Агентство могло бы сочетать в себе черты компании, управляющей проектом МФЦ в РФ (по аналогии с IFC Montreal), и некоммерческого партнерства профессиональных участников рынка, заинтересованных в его создании и развитии (по аналогии

<sup>1</sup> Миркин Я. М. МФЦ в России: границы возможного // Прямые инвестиции. 2011. № 2. [Электронный ресурс] URL: <http://www.eufn.ru/financial-center-in-russia-022011.html>.



с Paris Europlace)<sup>1</sup>. Как вариант, последнее может быть создано и на базе СРО финансового рынка с официальным закреплением его роли в реализации проекта развития МФЦ, обозначив ее, например, следующим образом:

— сбор и выражение позиций участников рынка по усилению роли Москвы как евразийского финансового центра, по развитию отношений с инвесторами на глобальном рынке, стимулированию исследований и инноваций в финансовой сфере;

— «привилегированный» посредник во взаимодействии участников рынка с регулятором и структурами ЕАЭС, вносящий предложения по развитию МФЦ и евразийского рынка капитала;

— продвижение МФЦ и интеграционных проектов ЕАЭС на международной арене, взаимная реклама в рамках заключаемых меморандумов о сотрудничестве с другими МФЦ, в первую очередь в Алматы;

— организация конференций и форумов, участие в зарубежных поездках официальных делегаций и приемах иностранных делегаций.

Кроме СРО участниками партнерства могли бы стать крупнейшие эмитенты, рейтинговые агентства, консалтинговые и юридические компании, т.е. те институты, которые и сейчас участвуют в деятельности РГ МФЦ. С учетом опыта Монреаля и Парижа было бы также целесообразно сформировать под эгидой подобного некоммерческого партнерства специальный Фонд для финансирования инноваций и реализации интеграционных проектов на рынке капитала ЕАЭС.

Очень важно при переформатировании концепции создания МФЦ в РФ (реализуемой в плане развития законодательства о финансовом рынке в целом) в конкретный проект учесть опыт не слишком удачной попытки реализации проекта регионального финансового центра в Алматы (РФЦА) с помощью позднее упраздненного специализированного правительственного агентства (2006—2011 гг.). Кроме того, тогда же была создана и управляющая компания, ответственная за формирование инфраструктуры РФЦА — АО «РФЦА» со 100%-ным участием государства.

<sup>1</sup> ОАО ИК «Еврофинансы». Отчет о НИР «Разработка Стратегии развития финансовых рынков государств — членов ТС и ЕЭП на период до 2025 года». С. 78—79. [Электронный ресурс] URL: <http://www.eurasiancommission.org/ru/act/finpol/dofp/finance/nir/reports/Pages/default.aspx>.

Основными задачами АО «РФЦА» являлись:

— институциональное развитие финансового центра, отвечающего международным стандартам и способствующего привлечению иностранных участников;

— привлечение эмитентов и профессиональных участников в лице организаций, осуществляющих брокерскую/дилерскую деятельность, и институциональных инвесторов для работы в финансовом центре;

— вовлечение внутренних сбережений населения посредством фондового рынка в ценные бумаги и другие финансовые инструменты;

— развитие и внедрение новых финансовых инструментов и фондовых технологий;

— повышение инвестиционной привлекательности Алматы и формирование благоприятного инвестиционного имиджа Республики Казахстан за рубежом;

— организационно-техническое обеспечение деятельности финансового центра;

— участие в реализации Программы повышения инвестиционной культуры и финансовой грамотности населения РК<sup>1</sup>.

К сожалению, создание этого института, как и работа специального правительственного Агентства, сами по себе не привели и не могли привести к достижению поставленных целей и задач в отрыве от необходимости либерализации всей экономической политики в РК, включая приватизацию основных отраслей экономики. Это находит свое отражение в нижеприведенной табл. 1.2.

Таблица 1.2. Ключевые индикаторы результатов проекта РФЦА

Индикаторы	План (2015 г.)	Факт (2015 г.)
Капитализация рынка негосударственных ценных бумаг (НЦБ) (млрд долл. США)	220—250	50
Отношение капитализации НЦБ к ВВП (%)	70—80	23,5 (11,5% — акции; 12% — долговые обязательства)

Источник: Темирханов М. Региональный финансовый центр Алматы: полная безнадёга // Forbes. 2015. 6 апр. [Электронный ресурс] URL: [http://forbes.kz/finances/finance/regionalnnyiy\\_finansovyy\\_tsentr\\_almaty\\_polnaya\\_beznadega](http://forbes.kz/finances/finance/regionalnnyiy_finansovyy_tsentr_almaty_polnaya_beznadega).

<sup>1</sup> <http://ao-regionalnii-finansovii-centr-goroda-almati.kz24.net>.

При этом цифры рыночной капитализации указаны в табл. 1.2 с учетом размещения казахстанских ценных бумаг на иностранных площадках, в то время как реальная капитализация акционерного и долгового капитала, размещенного на казахстанской бирже KASE, составляет около 1% ВВП в обоих случаях. То есть ситуация на KASE с корпоративными ценными бумагами резко ухудшилась по сравнению с предкризисным уровнем в 2008 г.

Фактически это означает, что проект создания РФЦА, реализуемый как государственная программа, без участия в управлении ее выполнением самих профессионалов рынка на данном этапе потерпел неудачу. Однако это связано, скорее, не с ошибками в выборе способа институционализации проекта создания РФЦА, а с объективно ограниченными масштабами казахстанского рынка капитала, вытекающими из неготовности политиков на тот момент отказаться от избыточной роли государства в экономике, а также с тем, что проект осуществлялся вне взаимосвязи с проектом создания ЕЭП и ЕАЭС.

Если сравнить место финансовых центров РФ и РК в мировой таблице о рангах, то окажется, что формально рейтинг Алматы на 26 позиций выше, чем Москвы (см. табл. 1.3). Однако параллельное сравнение с рейтингом бирж показывает, что в этой сфере преимущество Москвы над Алматы выражается примерно в таком же соотношении. Здесь надо отметить, что сравнительный анализ данных по двум группам финансовых центров (развитых и развивающихся рынков) свидетельствует о том, что высокие показатели развития биржевой деятельности являются фундаментом для успехов соответствующих мировых финансовых центров, от Нью-Йорка до Люксембурга, тогда как на развивающихся рынках стран — участниц БРИКС успехи их бирж, наоборот, пока не подтверждаются высокими местами в рейтингах финансовых центров. Тем не менее очевидно, что на тех и других рынках именно уровень развития биржевой деятельности или уже стал драйвером развития соответствующих МФЦ, или имеет перспективу им стать. Из представленных финансовых центров в табл. 1.3 только Алматы находится вне корреляции (прямой или обратной), между уровнем развития МФЦ и биржевой торговли, что, на наш взгляд, говорит об искусственной попытке вписаться в требования именно рейтинга МФЦ.

Так или иначе, можно констатировать, что к середине 2015 г. стало очевидно, что проекты создания МФЦ в РФ и РФЦА в РК нуждаются в новых импульсах, если продолжать исходить из необ-

ходимости их реализации с учетом новых геополитических условий (табл. 1.3).

Таблица 1.3. Место РФ и РК в рейтингах МФЦ и бирж

№ п/п	Города	Место в рейтинге МФЦ (март 2015 г.)*	Место в рейтинге бирж по капитализации (1-е полугодие 2015 г.)**	Место в рейтинге бирж по количеству ЦБ в листинге (1-е полугодие 2015 г.)**
1	New York	1	1	3
2	London	2	5	6
3	Hong Kong	3	6	9
4	Singapore	4	19	17
5	Luxembourg	17	43	37
6	Shanghai	16	4	13
7	São Paulo	43	20	24
8	Almaty	49	52	46
9	Mumbai	53	12	1
10	Moscow	75	22	31

\* По данным Long Finance and APM Group ([http://www.longfinance.net/images/GFCI17\\_23March2015.pdf](http://www.longfinance.net/images/GFCI17_23March2015.pdf)).

\*\* На основе данных Всемирной федерации бирж (<http://www.world-exchanges.org/home/index.php>).

### Возможности применения институтов свободных экономических или финансовых зон

Проводимая государственными органами РФ посредством принятия закона о контролируемых иностранных компаниях<sup>1</sup> политика сплошной и быстрой деофшоризации российского бизнеса находится в известном концептуальном противоречии с их же попытками использования института свободной экономической зоны в Крыму и на Дальнем Востоке, фактически означающих создание внутренних офшоров.

<sup>1</sup> Федеральный закон от 24 ноября 2014 г. № 376-ФЗ «О внесении изменений в части первую и вторую Налогового кодекса Российской Федерации (в части налогообложения прибыли контролируемых иностранных компаний и доходов иностранных организаций)» (ред. от 8 июня 2015 г.).

В частности, Министерство экономического развития РФ (МЭР России) в 2014 г. работало над проектом закона о создании особой экономической зоны (ОЭЗ) на территории Крыма и в Севастополе. Возможно, исходя из того, что комфортные условия для регистрации и ведения бизнеса могут стать тем важным фактором, который позволит украинским компаниям, ранее работавшим на полуострове, принять решение о переводе их в российскую юрисдикцию. Возвращать же российские компании из чужих офшоров в свой МЭР России собиралось при помощи нулевой ставки налогов на имущество, землю и транспорт. Нулевая ставка будет и у налога на прибыль в федеральной части, региональная часть составит 10%. Эти преференции получают компании — крымские учредители (бенефициары) российских и иностранных компаний, работающих за пределами Крыма. Условием получения такого льготного режима предполагается оплата регистрационного сбора не менее 150 млн руб. в течение трех лет. Из них 50 млн руб. должно было перечисляться за первый месяц после регистрации в Крыму.

Для инвесторов, действующих только на территории Крыма и не создающих дочерних предприятий вне зоны, МЭР России предполагало установить нулевую ставку налогов на прибыль (в федеральной и региональной части), имущество, землю и транспорт в течение 10 лет. После этого региональная часть налога на прибыль должна была возрасти до 10%, а федеральная остаться нулевой еще на 39 лет.

Надо сказать, что свободные экономические зоны в том или ином виде существуют в России больше 15 лет, но не принесли значительных результатов. В 1990-х гг. внутренние офшоры (Ингушетия, Мордовия, Чукотка) зачастую использовались крупным бизнесом, в частности нефтяными компаниями, для уменьшения налоговой базы. Опыт показал, что такого рода льготы часто ведут к злоупотреблениям. Те же риски могут сработать и в Крыму, особенно в тех сложных политических и экономических обстоятельствах, в которых находится РФ после его присоединения. Инвесторы не идут даже в обычные российские регионы, а в Крыму, с его сложным политическим положением, риски еще выше. Важный изъян уже имеющихся наработок в этом направлении состоит в том, что они не дают гарантий решения бюджетных проблем Крыма.

С точки зрения развития рынка капитала гораздо больший эффект для экономики РФ мог бы иметь проект создания свобод-

ной финансовой зоны (СФЗ) с льготным режимом налогообложения, в первую очередь, для иностранных, в том числе евразийских, партнеров. Это способствовало бы формированию благоприятной налоговой и административной среды для участия нерезидентов в биржевой торговле в рамках будущего ЕБП. Такого рода решение было бы особенно полезно в контексте несбывшихся ожиданий на то, что успех Олимпиады в Сочи вдохнет в спекулянтов и инвесторов позитив, который может отразиться на российском рынке капитала. Высокий уровень организации мероприятия мог позволить представить Россию в другом свете — показать мировой общественности, что страна развивается и способна проводить международные мероприятия на достойном уровне. Эксперты полагали, что лидерами роста в ходе «олимпийского ралли» станут акции компаний — спонсоров Игр. С точки зрения создаваемых ими денежных потоков при тогдашних ценах на ресурсы российские «голубые фишки» имели сильный потенциал роста — по основным индексам — около 50%. Однако цены на акции растут только тогда, когда их покупают. Без серьезных иностранных денег трудно ожидать быстрого возобновления устойчивого роста на российском рынке акций. А до отмены режима санкций в отношении ряда российских компаний серьезных денег от западных инвесторов не ожидается<sup>1</sup>. В этом смысле Игры не принесли текущего экономического результата для российского рынка капитала. Олимпиада как имиджевая составляющая репутации любой развитой и сильной страны, а также мощный фактор развития всего Юга России в глазах многих западных инвесторов, к сожалению, не повысила инвестиционную привлекательность РФ.

Тем не менее инфраструктура Олимпиады в Сочи может быть использована в рамках СФЗ, и положительный имидж Олимпиады тем самым может быть перемещен на нее с тем, чтобы постепенно трансформироваться в имидж самой СФЗ. Российские спонсоры Олимпиады, среди которых такие крупные эмитенты, как Сбербанк и «Аэрофлот», и (или) связанные с ними финансовые институты, могли бы выступить в качестве якорных резидентов сочинской СФЗ. Кроме того, необходимо учитывать, что Сочи весьма удобно расположен для организации взаимодействия с Арменией, вошедшей в ЕАЭС, с Закавказьем в целом. Можно было бы создать

<sup>1</sup> URL: <http://quote.rbc.ru/topnews/2013/12/27/34090259.html>.

в Сочи биржевой центр ликвидности ряда ныне отсутствующих финансовых инструментов, например фьючерсов на сельхозпродукцию Юга России и Закавказья<sup>1</sup>. Значительная часть олимпийской недвижимости в Сочи могла бы быть также секьюритизирована в форме закрытых паевых инвестиционных фондов (ПИФ). А основанные на этом базовом активе финансовые инструменты могли бы обращаться на местной торговой площадке.

Интересно, что по схожему пути уже намерен идти Казахстан, Президент которого подписал Указ от 19 мая 2015 г. № 24 «О Международном финансовом центре «Астана» и передислокации Национального банка Республики Казахстан в город Астану»<sup>2</sup>. Согласно тексту указа, НБ РК должен начать подготовку создания специальной экономической зоны «Международный финансовый центр «Астана» (далее — МФЦА). Предполагалось, что МФЦА начнет работу с 1 января 2016 г. При этом Специальная экономическая зона для МФЦА (далее — СЭЗ МФЦА) будет размещаться на территории выставки EXPO-2017, объекты которой после завершения выставки с 1 января 2018 г. будут переданы в ведение СЭЗ МФЦА. Таким образом, объекты всемирной выставки заранее запланированы к использованию в интересах развития рынка капитала. Согласно Плану совместных действий Правительства РК и Национального банка РК по созданию и развитию международного финансового центра Астана на долгосрочную перспективу, от 31 мая 2015 г. № 393, его формирование является одним из ключевых условий обеспечения дальнейшего роста экономики РК и наращивания экономического и политического присутствия в регионе Центральной Азии и в рамках ЕАЭС<sup>3</sup>. Этим же планом предусмотрено предоставление налоговых льгот для участников МФЦА: освобождение на 10 лет от уплаты корпоративного подоходного налога по доходам, полученным на территории МФЦА, и индивидуального подоходного налога, облагаемого у источника выплаты по доходам, полученным в виде дивидендов, а также по доходам сотрудников участников МФЦА.

<sup>1</sup> Лансков П. М., Максимчук Н. В., Дуисенова Г. Г. Внутренние инвестиции в финансовые инструменты рынков капитала стран ЕЭП // Аналитический обзор / Евразийский банк развития. 2015. С. 22—23. [Электронный ресурс] URL: [http://www.eabr.org/general//upload/docs/AU/2015/%D0%9E%D0%B1%D0%B7%D0%BE%D1%80\\_%20for%20web.pdf](http://www.eabr.org/general//upload/docs/AU/2015/%D0%9E%D0%B1%D0%B7%D0%BE%D1%80_%20for%20web.pdf).

<sup>2</sup> URL: [http://online.zakon.kz/Document/?doc\\_id=34204333](http://online.zakon.kz/Document/?doc_id=34204333).

<sup>3</sup> URL: <http://adilet.zan.kz/rus/docs/P1500000393>.

Это наглядно показывает, что при разворачивании в 2014—2015 гг. политики деофшоризации в РФ необходимо было согласовывать ее направления с партнерами по ЕАЭС. Судя по рассматриваемой выше инициативе Казахстана, этого не было сделано. Теперь нельзя исключать, что состоятельные россияне начнут рассматривать Казахстан и другие страны ЕАЭС в качестве налоговых убежищ, тем более что российский закон о контролируемых иностранных компаниях не распространяется на компании, учреждаемые ими в этих странах. В последние годы уже проявилась тенденция к миграции российского бизнеса в эти государства, предоставляющие во многих случаях более благоприятные условия для ведения дел, в том числе в области налогообложения. Теперь можно ожидать ее усиления.

Принятые РК в одностороннем порядке документы должны быть тщательно проанализированы ее партнерами по ЕАЭС (и в первую очередь РФ) с точки зрения их соотношения с потребностями текущего этапа подготовки к интеграции рынков капитала государств — членов ЕАЭС.

Характерно, что в качестве одной из причин переноса проекта казахстанского финансового центра из Алматы в Астану указывается то, что в ней будет расположен после 2025 г. будущий наднациональный регулятор рынка капитала ЕАЭС. Однако при этом одновременно предполагается использование норм британского права на территории СЭЗ МФЦА, что не согласуется с курсом на гармонизацию законодательств о финансовых рынках в ЕАЭС. Симметричным российским ответом на этот вызов могло бы стать создание СФЗ в Сочи тоже по британскому праву (что, вообще говоря, было бы не лишено практического смысла), но это представляется маловероятным в текущих политических обстоятельствах РФ.

В этих условиях государствам — членам ЕАЭС в лице их национальных регуляторов рынка капитала необходимо определиться с выбираемым ими в интересах интеграции общим регуляторном режимом в отношении трансграничной деятельности участников рынка.

\* \* \*

Проекты создания интегрированного рынка капитала в рамках ЕАЭС и построения МФЦ, соответственно, в РФ и РК необходимо

интегрировать посредством создания евразийской системы финансовых центров с определенной специализацией каждого из них, базирующейся на специализации евразийских бирж, включаемых в проект создания ЕБП. Решая практические вопросы организации такой системы, потребуются быстрее переходить от разговоров о гармонизации законодательства к интеграции рынков по существу на основе унифицированных технологий и бизнес-процессов, в первую очередь, в сфере организованной торговли финансовыми инструментами.

Внутрироссийским регуляторным драйвером такой систематизации могло бы послужить учреждение специализированного Агентства по созданию МФЦ на региональном или федеральном уровнях и (или) специальной экономической (финансовой) зоны в одном из стратегически значимых регионов, определенных для ускоренного развития рынка капитала.

В контексте поиска способов придания второго дыхания проекту построения МФЦ в РФ следует обратить внимание на то, что после успешного проведения зимней Олимпиады в Сочи там осталось большое количество нереализованной недвижимости офисного и жилого назначения и крупные спортивные комплексы, которые могли быть использованы для развертывания инфраструктуры СФЗ, по аналогии с островами Мэн, Гернси, Джерси (Великобритания) и Дубаем. Не хотелось бы, чтобы они функционировали в формате некоего офшора, но, похоже, без такого рода факторов вернуть или привлечь внешних инвесторов в нынешних обстоятельствах будет трудно. Важно, чтобы привлекаемый финансовый капитал работал на национальные экономики стран Союза и общие интересы его развития в рамках совместно выбранного регуляторного режима.

## 2

### Основные тенденции развития инфраструктуры рынка капитала и международные проекты по их реализации

2.1. Концепция Центрального депозитария и ее современное воплощение / 2.2. Рекомендации международных экспертов по консолидации расчетно-клиринговых систем рынка капитала / 2.3. Международные проекты интеграции расчетных систем и удешевления трансграничных расчетов / 2.4. Возможности развития трансграничных расчетов по ценным бумагам на рынках капитала ЕАЭС

Создание системы евразийских финансовых центров предполагает одновременную интеграцию их биржевого пространства в рамках соответствующего проекта (ЕБП). В свою очередь, ее целесообразно осуществлять с учетом доминирующих международных тенденций в этой сфере, среди которых важная роль отводится гармонизации условий осуществления расчетно-депозитарной и клиринговой деятельности, в координации с интересами всех торговых систем.

Одним из главных правовых вопросов, который мог бы воспрепятствовать инициативе биржевой интеграции, является недостаток правовой ясности и определенности в основных сферах, относящихся к торгам и посттрейдинговым процедурам<sup>1</sup>. Правовая определенность в вопросах владения ценными бумагами при трансграничных операциях вообще является основным вопросом для интеграции финансовых рынков.

<sup>1</sup> ЕС прилагает значительные усилия для улучшения правовой концепции владения ценными бумагами, а также для исполнения прав, предоставляемых ценными бумагами в контексте внутреннего рынка Европы. The Internal Market Directorate General Европейской комиссии подготовил различные дискуссионные работы и запрашивал ответ от государств-членов, участников рынка и иных стейкхолдеров, включая инвесторов. Одновременно была запрошена группа правовых экспертов (Группа по обеспечению правовой определенности) о предоставлении консультации по поводу того, как следует улучшить законодательство в части владения и распределения ценных бумаг. URL: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/certainty/mandate\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/certainty/mandate_en.pdf).

При этом в основе важных для глобальной экономики и финансового рынка (как было выяснено в предыдущей главе) транснациональных расчетов по сделкам с финансовыми инструментами, которые являются ключевой функцией расчетно-клиринговых систем организованной торговли, лежат национальные учетные системы.

### 2.1. Концепция Центрального депозитария и ее современное воплощение

Учетные системы развитых рынков капитала обычно базируются на центральных (национальных) депозитариях, развитие которых в предыдущую четверть века основывалось на одной из ключевых рекомендаций (№ 3) доклада, подготовленного в 1989 г. группой тридцати международных экспертов (The Group of Thirty), известных как G30 (табл. 2.1)<sup>1</sup>. Незадолго до того очередной крах фондового рынка (1987 г.) привлек внимание к уменьшению рисков и увеличению эффективности торговли финансовыми инструментами на глобальных рынках. Несмотря на то что торги ценными бумагами уже тогда были в достаточной степени международными, координация между регуляторами национальных рынков была ограниченной по масштабам и глубине. Поэтому G30, являясь группой ведущих финансистов и ученых, взяла на себя инициативу разработать и опубликовать перечень рекомендаций, направленных на более согласованное осуществление посттрейдинговых мероприятий между государствами<sup>2</sup>.

Рекомендованное G30 присутствие в каждой национальной юрисдикции Центрального депозитария ценных бумаг (Central Securities Depository, CSD) уже, судя по его названию, предполагает некое иерархическое (вертикальное) построение учетной систе-

<sup>1</sup> Clearance and Settlement Systems in the World's Securities Markets. The Group of Thirty (G30), 1989.

<sup>2</sup> Рекомендации были построены на работе Международного сообщества администраторов рынка ценных бумаг International Society of Securities Administrators (ISSA), теперь называемого Международной ассоциацией обслуживания ценных бумаг, являющейся международной организацией, основанной руководителями направлений по обслуживанию ценных бумаг нескольких международных банков. Во время конференции, названной «Глобальные инвестиции в ценные бумаги — проблемы и решения процесса обработки», проведенной в 1988 г., ISSA разработала перечень заключений, которые были тесно связаны с девятью рекомендациями первого отчета G30. ISSA провела несколько исследований для анализа соответствия рынков, использующих рекомендации G30 в качестве шаблона.

мы прав собственности на ценные бумаги, в которой Центральный депозитарий (ЦД) обслуживает клиентские депозитарии, т.е. депозитарии нижестоящего по отношению к нему уровня, и, как номинальный держатель, представляет их интересы в электронных реестрах владельцев ценных бумаг или даже ведет их сам<sup>1</sup>. Принято считать, что выход национальных эмитентов финансовых инструментов на международные рынки капитала оптимальным образом осуществляется через национальный ЦД.

При этом G30 отмечала в своем докладе, что при наличии более чем одного ЦД они могут быть специализированы по видам бумаг или по обслуживаемым регионам. Так, например, даже в США, стране, где в результате консолидации инфраструктуры, произошедшей в 90-х гг. прошлого века, функцию ЦД выполняет Депозитарно-трастовая и клиринговая корпорации (Depository Trust and Clearing Corporation, DTCC), клиринговое обслуживание бумаг казначейства и государственных агентств сосредоточено во входящем в состав корпорации специальном юридическом лице — Клиринговой корпорации по бумагам с фиксированными доходами (Fixed Income Clearing Corporation, FICC). Не будем забывать и то, что предметом доклада и последующей деятельности G30 были и остаются системы клиринга и расчетов, по отношению к которым собственно депозитарная функция хранения и учета прав собственности на ценные бумаги носит вспомогательный характер<sup>2</sup>. Другое дело, что в конце 80-х гг. прошлого века основная цель создания ЦД — обездвиживание и дематериализация финансовых инструментов — представлялась G30 одной из первоочередных смысловых задач.

При этом под «обездвиживанием» понимается размещение сертификатов ценных бумаг в ЦД, а под «дематериализацией» — эмиссия ценных бумаг в бездокументарной форме<sup>3</sup>.

Функции ЦД, совпадая в основах, могут существенно различаться в деталях. В теории ЦД объединяет все учетные институты страны в единую расчетно-депозитарную систему, в рамках которой он сам обслуживает оборот финансовых инструментов на организованном рынке.

<sup>1</sup> Доклад «Учетная инфраструктура российского фондового рынка: этапы и направления развития» / под ред. П. М. Ланскова. М. : ИНФИ ПАРТАД, 2004. С. 7.

<sup>2</sup> Там же.

<sup>3</sup> Лансков П. М. Механизм регулирования финансового рынка и его инфраструктура. М. : Альпина Бизнес Букс, 2005. С. 194.

Т а б л и ц а 2.1.1. Рекомендации международных групп экспертов в отношении развития систем учета, клиринга и расчетов, включая Центральные депозитарии

Группа экспертов	Доклад	Оригинальный текст	Перевод
The Group 30 (G30)	Clearance and Settlement Systems in the World's Securities Markets (1989)	<i>Recommendation 3</i> Each country should have an effective and fully developed central securities depository, organised and managed to encourage the broadest possible industry participation (directly and indirectly), in place by 1992	<i>Рекомендация 3</i> Каждой стране следует к 1992 г. иметь полностью сформированный и эффективно работающий Центральный депозитарий ценных бумаг, который должен быть организован таким образом и иметь такое управление, которые обеспечивали бы максимально широкое (прямо или косвенное) участие в нем представителей рынка
International Securities Services Association (ISSA)	ISSA Update of the Original G-30 Recommendations (1995)	<i>Recommendation 3</i> Each country should have in place an effective and fully developed central securities depository, organised and managed to encourage the broadest possible direct and indirect industry participation. The range of depository eligible instruments should be as wide as possible. Immobilisation or dematerialisation of financial instruments should be achieved to the utmost extent possible.	<i>Рекомендация 3</i> Каждой стране следует иметь полностью сформированный и эффективно работающий Центральный депозитарий ценных бумаг, который должен быть организован таким образом и иметь такое управление, которые обеспечивали бы максимально широко (прямо или косвенное) участие в нем представителей рынка. Номенклатура инструментов, приемлемых для депозитарного обслуживания, должна быть по возможности максимально широкой. Следует добиться как можно более полных обезличивания или дематериализации финансовых инструментов.

		If several CSDs exist in the same market, they should operate under compatible rules and practices, with the aim of reducing settlement risk and enabling efficient use of funds and available cross-collateral	Если на одном и том же рынке существует несколько Централных депозитариев, то для снижения расчетного риска и эффективного использования денежных средств и имеющегося резервного обеспечения необходимо, чтобы правила и процедуры их работы были совместимы
International Securities Services Association (ISSA)	The ISSA Recommendations 2000 (2000)	<i>Recommendation 5. Reduction of settlement risk</i> Creating central counterparty structures, including settlement netting facilities, where these are deemed appropriate.  The variation in settlement periods between the international deposit and lending markets, corporate debt, government debt, equity securities and traded derivatives is inefficient and costly. In cross border markets, the availability of liquid foreign exchange markets to accommodate the securities markets' settlement timeframes is an imperative	<i>Рекомендация 5. Снижение расчетного риска</i> Создание центральных контрагентов (ЦКА), в том числе обеспечивающих неттинг при расчетах, если их создание считается уместным.  Различия в продолжительности расчетных циклов на международных рынках депозитов, кредитов, правительственных займов, акций, а также биржевых производных финансовых инструментов приводит к снижению эффективности и повышению стоимости услуг. Для наднациональных рынков абсолютно необходимой является способность валютных рынков обеспечить проведение расчетов в соответствии со сроками исполнения сделок на рынках ценных бумаг
		<i>Recommendation 6. Market linkages</i>  Convergence of Securities Systems, both within countries and across borders, should be encouraged where this eliminates operational risk, reduces cost and enhances market effi-	<i>Рекомендация 6. Механизмы взаимодействия участников рынка</i>  Следует поощрять взаимодействие и сближение Систем обслуживания ценных бумаг как на национальном, так и на международном уровне, в случае если это способствует устранению опе-

Группа экспертов	Доклад	Оригинальный текст	Перевод
		<p>ciency.</p> <p>The number of Securities Systems have grown over the years. They have much parallel functionality. More standard market practice and common messaging will further highlight the growing duplication of global infrastructure.</p> <p>We are seeing demand for:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Linkages between the trading, matching/confirmation and settlement systems across instruments.</li> <li>• Linkages between the settlement systems and into electronic RTGS cash system.</li> <li>• Linkages between national markets, subject to these introducing no additional risk into the home and host markets</li> </ul>	<p>рационного риска, снижению издержек и повышению эффективности функционирования рынка. За прошедшие годы произошло увеличение количества Систем обслуживания ценных бумаг. Функции, выполняемые этими системами, во многом сходны. Дальнейшая стандартизация рыночных процессов и унификация форматов сообщений будут способствовать выявлению всевозрастающего дублирования функций, выполняемых организациями мировой рыночной инфраструктуры.</p> <p>На наш взгляд, существует потребность в таких мерах, как:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• создание механизмов взаимодействия между торговыми системами, системами квитовки/подтверждения и расчетными системами для всех инструментов;</li> <li>• установление корреспондентских отношений между расчетными системами, а также их связи с электронной системой валовых платежей в режиме реального времени (RTGS);</li> <li>• взаимодействие между национальными рынками при условии отсутствия дополнительного риска для внутренних рынков и рынков стран инвестирования</li> </ul>

<p>Committee on Payment and Settlement Systems BIS / Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions (CPSS / IOSCO)</p>	<p>Recommendations for securities settlement systems (2001)</p>	<p>Recommendation 6</p> <p>Securities should be immobilised or dematerialised and transferred by book entry in CSDs to the greatest extent possible.</p> <p>Annex 2 (p. 38)</p> <p>Many settlement systems have associated registries in which ownership of securities is listed in the records of the issuer. Registrars typically assist issuers in communicating with securities owners about corporate actions, dividends, and so forth. In some markets, securities may be registered in the name of a broker-dealer or custodian rather than that of the ultimate investor. These types of arrangements are sometimes referred to as indirect holding systems. In other markets, the beneficial or ultimate owner is represented on the issuer's official records, which may be the records of the CSD, a transfer agent or the issuer itself. This is sometimes known as a direct holding system. The efficiency of the registration system has implications for the clearing and settlement process because it determines the ease and speed with which full legal title to securities can be transferred. Full legal title may not be obtained until ownership is listed in a registry, and thus finality in the</p>	<p>Рекомендация 6</p> <p>Ценные бумаги должны быть обездвижены или дематериализованы, а ведение электронного учета прав собственности на них должно как можно в большей степени передаваться в ЦД.</p> <p>Приложение 2 (с. 38)</p> <p>Многие расчетные системы взаимодействуют с регистраторами, в которых права собственности на ценные бумаги зафиксированы в реестре эмитента. Регистраторы обычно помогают эмитентам во взаимосвязи с владельцами ценных бумаг по поводу корпоративных событий, выплаты дивидендов и т.д. На некоторых рынках ценные бумаги могут быть зарегистрированы скорее на имя брокера/дилера или кастодиана, чем на конечного собственника. Такие типы системы иногда относятся к системам непрямого держания (владения). На других рынках выгодоприобретатель или конечный собственник представляется в официальном реестре эмитента, который может вести альбом реестром или эмитентом. Это иногда называется системой прямого владения (держания). Эффективность системы регистрации прав собственности на ценные бумаги имеет значение для процессов клиринга и расчетов потому, что определяет легкость и скорость, с которой полный титул собственности на ценные бумаги будет передан с одного лица на другое. Полный титул соб-</p>
---	---	---	---



Группа экспертов	Доклад	Оригинальный текст	Перевод
The Group 30 (G30)	Global Clearing and Settlement: A Plan of Action (2002)	settlement process may not be achieved until registration is complete	ответственности не может быть получен, пока права собственности не учтены в реестре и, таким образом, процесс расчетов не будет закончен до осуществления перерегистрации
		<p><i>Recommendation 6</i></p> <p>Expand the use of central counterparties.</p> <p>Market participants and relevant public institutions should collaborate to assess the potentially substantial risk reduction and efficiency improvements of using a central counterparty. These benefits are expected to outweigh their costs in most markets. Where this is so, market participants should seek either to use the services of an existing central counterparty or to establish one of their own, whichever has the better risk, cost, and benefit profile</p>	<p><i>Рекомендация 6</i></p> <p>Расширить использование центральных контрагентов.</p> <p>Участники рынка и имеющие отношение к проблеме и выражающие общественный интерес институты (регуляторы) должны сотрудничать для оптимизации и снижения потенциальных существенных рисков и повышения эффективности путем использования центральных контрагентов (ЦКА). Предполагается, что на большинстве рынков выгоды от использования ЦКА будут выражены в снижении расходов. На рынках, где это предположение верно, участники рынка должны определяться: пользоваться ли услугами имеющегося ЦКА или учредить своего собственного, исходя из того, какой из вариантов будет лучше с точки зрения соотношения риска, затрат и результатов</p>

The Giovanni Group (GG)	Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements (2003)	<p><i>Section 3 (p. 29)</i></p> <p>Two basic business models can be distinguished. The first type is that of the traditional CSDs whose main activities focus on services related to issuance, custody, and settlement and sometimes netting of securities in their national market. They do not extend credit. The second is that of the ICSDs, which offer a broader range of value added and multi-market services than CSDs, in the context of settlement-related services</p>	<p><i>Раздел 3 (с. 29)</i></p> <p>Можно выделить два основных типа бизнес-моделей (Центрального депозитария). К первому ее типу относятся традиционные ЦД, чья основная деятельность связана с выпусками ценных бумаг, кастодиальным хранением, расчетами и инотда неттингом по ценным бумагам на национальном рынке. Они не кредитоспособны. И есть второй тип — Международные Центральные депозитарии, которые предлагают более широкий спектр капитальных ценностей (финансовых инструментов) и обслуживания на многочисленных рынках, чем традиционные Центральные депозитарии, в контексте расчетных услуг</p>
Committee on Payment and Settlement Systems BIS / Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions (CPSS / IOSCO)	Principles for financial market infrastructures (PFMIs) 2012	<p><i>Section 3 (p. 72)</i></p> <p><i>Principle 11:</i></p> <p>CSD should have appropriate rules and procedures to help ensure the integrity of securities issues and minimise and manage the risks associated with the safekeeping and transfer of securities. A CSD should maintain securities in an immobilised or dematerialised form for their transfer by book entry</p>	<p><i>Раздел 3 (с. 72)</i></p> <p>ЦД должны установить правила и процедуры, чтобы обеспечить интеграцию выпусков ценных бумаг и минимизацию и управление рисками, связанными с хранением и переходом прав собственности. ЦД должны обслуживать ценные бумаги в бездвиженной или дематериализированной их форме для обеспечения перехода прав собственности путем осуществления записей в системе электронного учета</p>

Источник: Доклад «Учетная инфраструктура российского фондового рынка: этапы и направления развития» / под ред. П. М. Ланскова. М.: ИНФИ ПАРТАД, 2004. С. 8—9.

В некоторых странах они выполняют функции, существенно отличающиеся от традиционных. Например, в Великобритании и Ирландии функции центрального расчетного и клирингового института фондового рынка, признаваемого ЦД, выполняет система CREST, которая изначально не была депозитарием ни в отечественном, ни в западном понимании и лишь постепенно приобрела его некоторые черты. Оба индийских ЦД (NSDL и CSDL) успешно развивают нетрадиционные сервисы, например ведение пенсионных счетов или реестров свидетельств о высшем образовании<sup>1</sup>. Но все-таки основными функциями ЦД были и остаются хранение/учет ценных бумаг и организация расчетов по итогам заключенных сделок с ценными бумагами.

Необходимо отметить, что зарубежные специалисты инфраструктуры фондового рынка различают понятия «депозитарий» и «кастодиан». Особенности кастодиана как клиентского депозитария состоят в возможности оказать клиенту широкий спектр индивидуализированных услуг, например, помочь ему купить или продать ценные бумаги, выступая одновременно в качестве брокера, профинансировать покупку ценных бумаг с помощью краткосрочного кредита, продать ценные бумаги, обеспечив поставку кредитом в ценных бумагах<sup>2</sup>. Главное же отличие расчетного депозитария от кастодиана состоит в том, что он, как правило, обслуживает участников организованных торговых систем. При этом он должен обеспечить равный подход ко всем клиентам, понимаемый как отсутствие преференций тому или иному конкретному депоненту в части условий обслуживания или тарифов<sup>3</sup>. Граница между этими понятиями постепенно размывается: с одной стороны, кастодианы проводят расчетно-клиринговые операции в интересах своих клиентов без изменения остатков по своим счетам типа «омнибус» в Центральном депозитарии и (или) реестрах владельцев ценных бумаг, с другой — центральные депозитарии допускают известную индивидуализацию своих услуг, например при организации обслуживания размещаемого выпуска ценных бумаг конкретного эмитента<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> URL: <https://nsdl.co.in>; URL: <http://www.cdslindia.com/index.html>.

<sup>2</sup> Опыт, методы и принципы организации кастодиальной деятельности. М. : МИРПЭ, 1997.

<sup>3</sup> *Томлянович С.* Какой Центральный депозитарий нужен России? // Рынок ценных бумаг. 2002. № 20.

<sup>4</sup> Доклад «Учетная инфраструктура российского фондового рынка: этапы и направления развития» / под ред. П. М. Ланскова. С. 10.

В настоящее время в Европе функционирует около 30 организаций, считающихся ЦД, а в мире — около 100. Идея центрального депозитария ценных бумаг в традиционном ее понимании, сформулированном G30, как квинтэссенция иерархического построения учетной системы с централизованным хранением документарных ценных бумаг не представляется ныне актуальной<sup>1</sup>. Даже в тех странах, где изначально допускался только организованный рынок в виде единственной биржи с одним расчетным депозитарием, обслуживающим такую биржевую площадку (Польша, Мексика и др.), как показывает практика, в дальнейшем, по мере развития рынка и роста профессионализма его участников, подобные жесткие модели постепенно становятся более гибкими. Потребности рынка вызывают к жизни процесс либерализации условий его функционирования. Создаются новые, специализированные биржи, допускается развитие внебиржевого рынка и обслуживающей его обособленной инфраструктуры<sup>2</sup>. Это, в свою очередь, вызывает потребность в ее последующей систематизации и т.д.

С другой стороны, существенное влияние на инфраструктуру финансового рынка оказывает масштаб экономики страны. И если для таких стран, как Эстония или даже Азербайджан, достаточно естественным представляется совмещение функций расчетного депозитария единственной биржи, ее же клиринговой палаты и центрального регистратора в одном юридическом лице, то удовлетворить таким же образом потребности рынка капитала России или Японии, обеспечив адекватное управление рисками, порожаемыми таким совмещением, пока представляется достаточно сложным<sup>3</sup>.

\* \* \*

Создание системы евразийских финансовых центров предполагает одновременную интеграцию их биржевого пространства в рамках соответствующего проекта (ЕБП). В свою очередь, ее целесообразно осуществлять с учетом доминирующих международных тенденций в

<sup>1</sup> Доклад «Учетная инфраструктура российского фондового рынка: этапы и направления развития» / под ред. П. М. Ланскова. С. 11.

<sup>2</sup> *Ремнев А. А.* О концепции создания Центрального депозитария в Российской Федерации // Вестник ПАРТАД. 2002. № 3—4. С. 92.

<sup>3</sup> Доклад «Учетная инфраструктура российского фондового рынка: этапы и направления развития» / под ред. П. М. Ланскова. С. 11.

этой сфере, среди которых важная роль отводится гармонизации условий осуществления расчетно-депозитарной и клиринговой деятельности в координации с интересами всех торговых систем.

То есть развитие учетной инфраструктуры рынка капитала не сводится к формированию ЦД и требует такой ее архитектуры, которая позволит ей взаимодействовать с системами клиринга и расчетов глобального финансового рынка. Это тем более важно, что указанный рынок приобрел за последние десятилетия такой масштаб, что может рассматриваться и как следствие, и как одна из причин глобализации мировой экономики.

### 2.2. Рекомендации международных экспертов по консолидации расчетно-клиринговых систем рынка капитала

Необходимо отметить, что помимо G30 проблематикой клиринга и расчетов, включая деятельность ЦД, занимается целый ряд пересекающихся друг с другом международных сообществ участников и экспертов финансового рынка<sup>1</sup>.

Международная ассоциация по вопросам обслуживания ценных бумаг (International Securities Services Association, ISSA) в 1995 г. опубликовала по согласованию с G30 усовершенствованный вариант рекомендаций последней. Рекомендация № 3 при этом была дополнена, в частности, следующим: «Если на одном и том же рынке существует несколько центральных депозитариев, то для снижения расчетного риска и эффективного использования денежных средств и имеющегося перекрестного обеспечения необходимо, чтобы правила и процедуры их работы были совместимы»<sup>2</sup>. С точки зрения ISSA, ее первые обзоры и обобщенные рекомендации вообще предшествовали первому докладу G30.

Надо признать, что последний по времени документ ISSA — «Рекомендации 2000» — действительно предшествовал консультативному докладу, подготовленному совместно Комитетом по платежам и расчетным системам Банка международных расчетов в Базеле (Committee on Payment and Settlement Systems of the Bank of International Settlement, CPSS) и Техническим комитетом международной организации комиссий по ценным бумагам (Technical

<sup>1</sup> Доклад «Учетная инфраструктура российского фондового рынка: этапы и направления развития» / под ред. П. М. Ланскова. С. 11.

<sup>2</sup> ISSA Update of the Original G-30 Recommendations. International Securities Services Association (ISSA), 1995.

Committee of the International Organization of Securities Commissions, IOSCO) в 2001 г. и новым рекомендациям G30<sup>1</sup>. Последние по времени появления рекомендации G30, разработанные в 2002 г. и опубликованные в январе 2003 г., также посвящены технологии деятельности и взаимодействия участников рынка в процессе осуществления сделок, клиринга и расчетов по ним без специального акцента на функцию централизованного хранения активов<sup>2</sup>.

Это объясняется тем, что к моменту публикации второго отчета G30<sup>3</sup> большинство рынков в Европе уже соответствовали рекомендации о наличии у них ЦД. Поэтому внимание было перенесено на преодоление неэффективности трансграничного клиринга и расчетов, а также на снижение рисков с помощью создания возможности для взаимодействия между рынками.

Несмотря на то что инфраструктура финансового рынка не была включена в План действий по финансовым услугам (принятого в ЕС на период с 2000 по 2005 г.), она стала одним из приоритетов после 2005 г. Европейской комиссией для анализа неэффективности и барьеров в европейском трансграничном клиринге и расчетах была привлечена группа экспертов финансового рынка, возглавляемая Альберто Джованнини, (The Giovannini Group, GG). Группа подготовила два доклада.

Первый доклад ЕС был обнародован в 2001 г. и обозначил 15 основных барьеров для развития общеевропейской системы клиринга и расчетов<sup>4</sup>. Некоторые из рекомендаций группы экспертов ЕС по развитию систем расчета по ценным бумагам представлены в табл. 2.2.

Так или иначе, все эти экспертные группы, частично пересекающиеся по составу, рассматривают, по сути, одни и те же проблемы и выдают схожий набор рекомендаций, сделанных, правда, под различным углом зрения<sup>5</sup>. Например, ISSA претендует на то, что выражает интересы частных профессиональных участников

<sup>1</sup> Recommendations for Securities Settlement Systems. Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS) / Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO), 2001.

<sup>2</sup> Global Clearing and Settlement: A Plan of Action. The Group of Thirty (G30), 2003.

<sup>3</sup> Global Clearing and Settlement: A Plan of Action. The Group of Thirty (G30), 2003.

<sup>4</sup> Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union. The Giovannini Group (GG), 2001. URL: <http://www.partad.ru/world/word/g30app4.pdf>.

<sup>5</sup> Лансков П. М. Механизм регулирования финансового рынка и его инфраструктура. С. 195.

## 2. Основные тенденции развития инфраструктуры рынка капитала

рынка и работает в направлении, определенном G30, являясь ее интерпретатором и соратником. В свою очередь, «сборная команда» CPSS/IOSCO исходит из того, что выражает взгляды сообщества центральных банков и регуляторов рынка ценных бумаг и в этом смысле в большей степени защищает общественные интересы. Однако в любом случае предметом исследования остается международная система клиринга и расчетов<sup>1</sup>.

Если еще в докладе G30 1989 г. говорилось, что ЦД может осуществлять клиринг, расчеты и денежные платежи, то в настоящее время представить себе, что где-либо будет создаваться современный ЦД без этих функций, практически невозможно. Не случайно в материалах ISSA речь идет уже не столько о ЦД, сколько о системах обслуживания ценных бумаг (Securities Systems, SS), которые включают в себя депозитарии, клиринговые и расчетные центры, в материалах же CPSS/IOSCO и GG адресатом их рекомендаций является Расчетная система фондового рынка (Securities Settlement System, SSS), под которой понимается совокупность структур, используемых для подтверждения прав собственности по ценным бумагам, клиринга и расчетов по сделкам с ценными бумагами, а также для их хранения.

Второй доклад GG был опубликован в апреле 2003 г. и был посвящен уже программе устранения барьеров, мешающих эффективному осуществлению международных расчетов<sup>2</sup>.

Надо сказать, что, несмотря на введение единой валюты евро (euro), инфраструктура европейского финансового рынка оставалась после этого в течение двух десятков лет еще в значительной мере фрагментарной, вследствие чего осуществление трансграничных операций в некоторых случаях требовало привлечения до десятка различных посредников. Иногда стоимость проведения трансграничных операций с ценными бумагами в несколько раз превышала стоимость операций на внутреннем рынке. Одновременно это увеличивало риски проведения операций и препятствовало росту ликвидности<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Лансков П. М. Механизм регулирования финансового рынка и его инфраструктуры. С. 195.

<sup>2</sup> Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements. The Giovannini Group (GG), 2003.

<sup>3</sup> Ремнев А. А. О тенденциях интеграции учетной инфраструктуры рынка ценных бумаг стран ЕС (по материалам конференции в Лондоне) // Рынок ценных бумаг. 2003. № 8.

Таблица 2.2. Рекомендации международных групп экспертов в отношении прав на ценные бумаги

Группа экспертов	Доклад	Оригинальный текст	Перевод
International Securities Services Association (ISSA)	The ISSA Recommendations 2000 (2000)	<p>Recommendation 4. Uniform market practices</p> <p>Each market must have clear rules assuring investor protection by safeguarding participants from the financial risks of failed settlement and ensuring that listed companies are required to follow sound policies on corporate governance, transfer of economic benefits and shareholder rights.</p> <p>...</p> <p>The model market should:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Protect a buyer's entitlements for all benefits from securities purchased under the rules of each trading platform. This should be effective from the point of agreement of each trade. The buyer should have, under the rules of each settlement system, the right to obtain restitution of the cash value of any benefits, if these are not passed on within ten working days of being available to other holders in the market place.</li> <li>• Ensure all traded companies are required to publish shareholder resolutions one month in advance of any meeting. They should be sent</li> </ul>	<p>Рекомендация 4. Единая рыночная практика работы на рынках</p> <p>Каждый рынок должен иметь четкие правила, которые обеспечивали бы защиту инвестора путем принятия мер, ограждающих участников от финансовых рисков, связанных с неисполнением сделок, а также гарантировали бы проведение компаниями, ценные бумаги которых включены в листинг, обоснованной политики в области корпоративного управления, распределения экономических выгод и осуществления прав акционеров.</p> <p>...</p> <p>Образцовый рынок должен:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• обеспечивать защиту покупателя в отношении прав на получение всех доходов по ценным бумагам, приобретенным в соответствии с правилами той или иной торговой площадки. Необходимо, чтобы подобное право возникло в момент заключения каждой сделки. Согласно правилам каждой расчетной системы покупатель должен иметь право на денежное возмещение стоимости любых доходов, если они не были переданы ему в течение 10 рабочих дней после их получения другими владельцами;</li> <li>• обязать все компании, чьи акции обращаются на рынке, публиковать проекты решений, подле-</li> </ul>

Группа экспертов	Доклад	Оригинальный текст	Перевод
		<p>by post or electronic medium to each registered owner of the shares so that they can be received within seven days of publication. Shareholders should be entitled to vote by proxy through a duly accredited third party or by post through the Chairman of the appropriate meeting. All holders should be entitled to split their votes for and against any resolution.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Require dividends to be paid on a set date advised at the same time as the announcement of the dividend amount. The pay date should be within two weeks maximum of the record date.</li> <li>Ensure that investors are informed of voluntary corporate actions in time. The initial announcement should include full details of the action. The entitlements should be distributed no less than two weeks and no later than three months after the initial announcement. There should be no less than two weeks' lapsed time between publication of the details of the corporate action and the final deadline for advice of intentions by the investor (or their agent) to the relevant issuer</li> </ul>	<p>жакце рассмотрение акционерами, за один месяц до проведения любого собрания. Подобные материалы должны высылаться по почте или по телекоммуникационным каналам каждому зарегистрированному владельцу акций с таким расчетом, чтобы они были получены в течение семи дней после публикации. Акционеры должны иметь право голосовать через своего уполномоченного представителя или по почте (в этом случае голосование осуществляется председателем соответствующего собрания). Всем акционерам должно быть предоставлено право распределения голосов «за» и «против» какого-либо решения;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>требовать, чтобы дивиденды выплачивались в определенную дату, уведомление о которой дается одновременно с объявлением о размере выплачиваемых дивидендов. Выплата дивидендов должна производиться не позднее двух недель после даты составления списка акционеров, имеющих право на их получение;</li> <li>обеспечить своевременное информирование инвесторов о корпоративных действиях, требующих участия инвесторов. Первоначальное объявление должно содержать все данные о корпоративном действии. Вновь приобретенные права на участие в нем должны фиксироваться не ранее чем за две недели и не позднее чем через три месяца после первоначального объявления. Срок</li> </ul>

		<p><i>Recommendation 7. Investor protection</i></p> <p>Regulators in each country should review whether locally domiciled institutions have a process in place that enables them to comply with the laws and regulations of the countries where their investments are placed. In turn, foreign investors should always be treated in like fashion to indigenous investors, especially in respect of their rights to shareholder benefits.</p> <p>Stakeholders need to recognize that:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Domestic policies in each market will require investors, both foreign and national to the host country, to comply with the letter and spirit of their laws, rules and regulations.</li> <li>All parties to the clearing and settlement process seek equitable treatment with domestic investors within each national market.</li> </ul> <p>In practice this means:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Compliance by all with local law and rules</li> </ul>	<p>между публикацией сведений о корпоративном действии и датой окончания приема соответствующим эмитентом заявок от инвесторов (или их агентов) должен составлять не менее двух недель.</p> <p><i>Рекомендация 7. Защита прав инвестора</i></p> <p>Регулирующие органы каждой страны должны проверять наличие у институциональных инвесторов, зарегистрированных в данной стране, процедур, которые бы обеспечивали соблюдение этими инвесторами законов и иных правовых актов стран, в которых они осуществляют инвестирование. При этом необходимо создать равные условия для местных и зарубежных инвесторов, прежде всего, в отношении реализации прав акционеров на получение причитающихся им выгод.</p> <p>Держатели ценных бумаг должны отдавать себе отчет в том, что:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>внутренняя политика, проводимая на каждом рынке, потребует от инвесторов, как внешних, так и внутренних, соблюдения буквы и духа законов и иных нормативных правовых актов соответствующей страны;</li> <li>все стороны, участвующие в процессе клиринга и расчетов, стремясь к достижению равноправного положения с местными инвесторами на рынке каждой страны.</li> </ul> <p>На практике это означает:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>соблюдение всеми участниками местных зако-</li> </ul>
--	--	--	---

Группа экспертов	Доклад	Оригинальный текст	Перевод
		<p>on market practice. Those relating to the maximum holding in a security, the short selling of securities and foreign exchange regulations need special attention.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Equal rights to the full economic benefits of share ownership, irrespective of nationality, wherever an investor is allowed to hold a security. Countries operating local and foreign classes of shares should ensure where foreigners are permitted to own local shares, that they have a full entitlement to receive all economic benefits. Economic benefits cover dividends and capital changes, but do not cover voting rights.</li> <li>• Equal protection for all investors, irrespective of their nationality, including access to local compensation arrangements, whether at the Securities System or Stock Exchange</li> </ul>	<p>нов и нормативных правовых актов, регулирующих отношения на рынке. Особого внимания требуют положения, определяющие максимально допустимое количество ценных бумаг одного эмитента, которыми может владеть инвестор, а также правила, регулирующие «короткие» продажи ценных бумаг, а также валютное законодательство;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• равные права участников на получение всех экономических выгод от владения акциями независимо от их гражданства, в случае если инвестору разрешено владеть той или иной ценной бумагой. Страны, имеющие разные классы акций для внутреннего и зарубежного рынков, должны обеспечить зарубежным инвесторам, если им разрешено владеть акциями, предназначенными для обращения на внутреннем рынке, полное право на получение всех экономических выгод, куда включаются дивиденды и прочие выплаты, но не входит право голоса;</li> <li>• равная защита для всех инвесторов независимо от их гражданства, включая возможность использования местных компенсационных схем, как в рамках систем обслуживания ценных бумаг, так и на фондовых биржах</li> </ul>

		<p><i>Recommendation 8. Legal infrastructure</i></p> <p>Local laws and regulations should ensure that there is segregation of client assets from the principal assets of their custodian; and no possible claim on client assets in the event of custodian bankruptcy or a similar event. Regulators and markets, to further improve investor protection, should work:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• to ensure clarity on the applicable law on cross border transactions</li> <li>• to seek international agreement on a legally enforceable definition of finality in a securities transaction</li> <li>• to ensure that local law fully protects the rights of beneficial owners</li> <li>• to strengthen securities laws both to secure the rights of the pledge and the protection accorded to client assets held in Securities Systems.</li> </ul> <p>...</p> <p>This brings the need for changes in the law in many countries:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• local laws and regulations should ensure that there is no co/mingling of client securities assets with the principal assets of their custodian. There must be no possible claim</li> </ul>	<p><i>Рекомендация 8. Правовая база</i></p> <p>Местное законодательство должно предусматривать разделение собственных и клиентских активов кастодианов, а также невозможность обращения взыскания на клиентские активы в случае банкротства или несостоятельности кастодиана. В целях дальнейшего совершенствования защиты прав инвесторов регулирующие органы и рынки должны стремиться:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• обеспечить ясность законодательства, регулирующего трансграничные сделки;</li> <li>• достичь соглашения между странами относительно юридического определения окончательности результатов расчетов по сделкам с ценными бумагами;</li> <li>• обеспечить гарантии защиты прав собственников ценных бумаг в законодательстве страны;</li> <li>• совершенствовать законодательство по рынку ценных бумаг в целях обеспечения прав залогодержателя, а также защиты клиентских активов, находящихся на хранении в системах обслуживания ценных бумаг.</li> </ul> <p>...</p> <p>В этой связи возникает необходимость внесения изменений в законодательство многих стран:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• местные законы и нормативные правовые акты должны обеспечить невозможность совместного хранения и учета клиентских и собственных активов кастодиана. Необходимо создать условия,</li> </ul>
--	--	--	---

Группа экспертов	Доклад	Оригинальный текст	Перевод
		<p>on client securities assets in the event of custodian bankruptcy or a similar event. Segregation of principal and client assets should at all times be clear from the custodian's records. This should be replicated in the books of each depository by the availability, at the minimum, of two omnibus accounts per user. One such account would be for principal assets and the other for client assets;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>markets should recognize the rights of beneficial owners over the rights of legal owners and should enable stock accounts in depositories to be classified as holding principal or client stock;</li> <li>finality, in securities settlement, should occur at the point of transfer of ownership of a security into the stock account of the buyer in the securities settlement system;</li> <li>securities pledged or charged to a third party as security for indebtedness (whether in a stock lending transaction or other lending arrangement) should, irrespective of the legal ownership, be considered as the property of the pledge;</li> <li>the rules of Securities Systems should be explicit in respect of any loss sharing provisions. Losses should be to the account of the entity that introduced the loss into the system</li> </ul>	<p>при которых будет невозможно обращение взыскания на клиентские ценные бумаги в случае банкротства или несостоятельности кастоидана. Разделение собственных и клиентских активов должно постоянно ясно отражаться в учетных записях каждого депозитара. В связи с этим в учетной системе каждого депозитара типа «омнибус» на одного пользователя: один — для учета собственных активов, а другой — для клиентских активов;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>рынки должны проводить различие между правами бенефициарных владельцев (выгодоприобретателей) и правами номинальных держателей, а также обеспечить разделение счетов ценных бумаг на собственные и клиентские;</li> <li>результаты расчетов по сделкам с ценными бумагами должны становиться окончательными в момент передачи права собственности на ценную бумагу покупателю и внесения соответствующей записи по его счету ценных бумаг в системе обслуживания ценных бумаг;</li> <li>ценные бумаги, предоставленные в обеспечение долга (в рамках кредитования ценными бумагами или иной кредитной сделки), должны считаться собственностью кредитора независимо от того, кто является владельцем ценных бумаг по закону;</li> <li>правила систем обслуживания ценных бумаг должны содержать подробное описание процедуры</li> </ul>

		<p>(e.g. the lodger of delinquent securities). Where this is not feasible, losses should be absorbed through the capital and reserves of the system, as well as by insurance. In the event that there is also a general loss sharing process, it should be clearly explained. It should operate in such a way that any losses are applied equitably among holders of the impacted security, and where this does not compensate for the full shortfall, the users of the affected Securities System;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>compensation arrangements should treat all investor classes and nationalities equally and equitably</li> </ul>	<p>ры распределения убытков. Убытки должны относиться на счет того лица, в результате действий которого в системе возникли эти убытки (в частности, лица, внесшего просроченные долговые ценные бумаги). Когда это невозможно, убытки должны быть покрыты за счет капитала или резервов системы, а также за счет страхового полиса. В случае если имеется общий механизм для распределения убытков, он должен быть четко описан. Данный механизм должен работать таким образом, чтобы любые потери распределялись на справедливой основе между владельцами тех ценных бумаг, с которыми связано возникновение потерь, а в случае, если этого недостаточно для полной компенсации потерь, — между пользователями соответствующей системы обслуживания ценных бумаг;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>компенсационные схемы должны предусматривать равное и справедливое отношение к инвесторам, принадлежащим к разным группам и национальностям в разных странах</li> </ul>
Committee on Payment and Settlement Systems BIS / Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions (CPSS / IOSCO)	Recommendations for securities settlement systems (2001)	<p>Recommendation 12. Protection of customers' securities</p> <p>Entities holding securities in custody should employ accounting practices and safekeeping procedures that fully protect customers' securities. It is essential that customers' securities be protected against the claims of a custodian's creditors</p>	<p>Рекомендация 12. Защита клиентских ценных бумаг</p> <p>Размещение ценных бумаг на хранение в кастодианах должно сопровождаться практикой ведения счетов и процедурами хранения, которые полностью защитят ценные бумаги клиентов. Важно, чтобы клиентские ценные бумаги были защищены от требований кредиторов</p>

Группа экспертов	Доклад	Оригинальный текст	Перевод
The Group 30 (G30)	Global Clearing and Settlement: A Plan of Action (2002)	<p>Recommendation 15</p> <p>Advance legal certainty over rights to securities, cash, or collateral.</p> <p>Market participants must be able to determine, with certainty and reasonable cost and effort, what law defines and governs their rights to securities, cash, or collateral in a clearing and settlement system or other intermediary, what those rights are, and how to perfect and enforce them</p>	<p>Рекомендация 15</p> <p>Улучшить законодательную определенность по поводу прямых и косвенных прав на ценные бумаги.</p> <p>Участники рынка должны иметь возможность определять с уверенностью и при разумных затратах, какими законодательными и нормативными актами устанавливаются и регулируются их и их посредников прямые или косвенные права на ценные бумаги, денежные средства или обеспечение сделок в расчетно-клиринговой системе или у другого посредника, где эти права сосредоточены, и как их защитить и усилить</p>
The Giovannini Group (GG)	Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements (2003)	<p>Section 2. A strategy for removing the barriers</p> <p>Removing Barrier 3: Differences in national rules relating to corporate actions, beneficial ownership and custody.</p> <p>National rules relating to corporate actions processing should be harmonized. The local agent banks acting through the European Credit Sector Associations and together with ECSDA should coordinate private-sector proposals. National governments should</p>	<p>Раздел 2. Стратегия устранения барьеров</p> <p>Устранение барьера 3: Различия национальных законодательств корпоративных действий, бенефициарного владения и учета ценных бумаг</p> <p>Национальные законодательства, связанные с осуществлением корпоративных действий, должны быть гармонизированы. Банки, действуя через Европейские ассоциации кредитного сектора вместе с Европейской ассоциацией центральных депозитариев, должны координировать усилия</p>

		<p>coordinate their response via the relevant EU Council.</p> <p>...</p> <p>Barrier 3 relates to national differences in the rules governing corporate actions and the timing of transfer of ownership. This barrier therefore covers a broad range of topics, with an impact beyond pure settlement problems. The first aspect of the problem is the variety of rules, information requirements and deadlines for corporate actions. These differences may require specialized local knowledge or the lodgment of physical documents locally, and so inhibit the centralization of securities settlement. The Group believes that the private sector should take the lead in removing this barrier and should present a set of agreed proposals on harmonized rules to national governments.</p> <p>...</p> <p>A second aspect of this barrier relates to rules or laws governing securities markets. Differences exist as to the moment when a purchaser is treated as having become the owner of a security for the purposes of corporate actions (e.g. on trade date, intended settlement date, or actual settlement date). The removal of these differences may be possible through the coordinated private sector initiative identified above. To the extent that</p>	<p>частного сектора. Национальные правительства должны координировать свои усилия посредством Совета Евросоюза.</p> <p>...</p> <p>Барьер 3 связан с национальными различиями в правилах корпоративного управления и временных нормативах на перерегистрацию прав собственности. Этот барьер покрывает широкий спектр тем, более глубоких, чем чисто расчетные. Первым аспектом проблемы является разнообразие правил, требований к раскрытию информации и сроков проведения корпоративных действий. Эти различия могут требовать специальных местных знаний или физического представления документов по месту проведения операций и таким образом тормозить централизацию расчетов по ценным бумагам. Группа полагает, что частный сектор должен играть ведущую роль в устранении этого барьера и должен представить согласованные предложения по гармонизации законодательства в национальные правительства.</p> <p>Второй аспект этого барьера связан с законодательствами о финансовых рынках. Там существуют различия относительно момента, когда приобретатель ценных бумаг становится собственником для целей участия в корпоративных событиях (например, дата заключения сделки, предусмотренная договором расчетная дата или дата фактического осуществления расчетов). Устранение этих различий может быть осуществлено посредством скоординированных инициатив частного</p>
--	--	---	---



Группа экспертов	Доклад	Оригинальный текст	Перевод
Committee on Payment and Settlement Systems BIS / Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions (CPSS / IOSCO)	Principles for financial market infrastructures (PFMIs) 2012	Section 3 (p. 92) <i>Principle 16. Custody and investment risks</i> An FMI should safeguard its own and its participants' assets and minimise the risk of loss on and delay in access to these assets. An FMI's investments should be in instruments with minimal credit, market, and liquidity risks	сектора, о которых говорилось выше. Степень этих различий отражается в законах, и их устранение потребует скоординированного отклика национальных правительств  Раздел 3 (с. 92)  <i>Принцип 16. Риски хранения и инвестирования</i> Инфраструктурные институты финансового рынка должны обеспечивать сохранность собственных и клиентских активов и минимизировать риск потери или утраты в отношении этих активов. Их инвестиции должны осуществляться в инструментах с минимальным кредитным, рыночным рисками и минимальным риском ликвидности

Источник: Доклад «Учетная инфраструктура российского фондового рынка: этапы и направления развития» / под ред. П. М. Ланскова. М.: ИНФИ ПАРТАД, 2004. С. 8—9.

## 2.2. Рекомендации экспертов по консолидации расчетно-клиринговых систем рынка капитала

Преодоление части этих недостатков представлялось экспертам GG возможным на пути организационной консолидации клиринговых и расчетных систем стран ЕС<sup>1</sup>. При этом были обозначены два уровня консолидации: национальный (локальный) и международный. Внутри этих уровней, в свою очередь, выделялись консолидация путем слияния институтов, обеспечивающих однотипный сервис («горизонтальная консолидация»), и консолидация путем слияния институтов, обеспечивающих различный, но интегрируемый сервис («вертикальная консолидация»)<sup>2</sup>. В качестве примера локальной горизонтальной интеграции приводится создание Iberclear в Испании (в результате слияния клиринговых систем CADE и SCLV) и CREST в Великобритании, где эта частная расчетно-клиринговая система вобрала в себя функции общественно-государственных клиринговых центров (СМО и СГО)<sup>3</sup>.

Типичным примером горизонтальной консолидации на международном уровне является создание расчетной системы Clearstream International путем слияния Deutsche Boerse Clearing (Германия) и Cedel (Люксембург) и слияние системы Euroclear с Sicovam (Франция) — в 2001 г., NEGICEF (Нидерланды) — в 2002 г. и CREST (Великобритания и Ирландия) — в 2002 г., CIK (Бельгия) — в 2006 г., а также АРК (Финляндия) и VPC (Швеция) — в 2008 г. Указанные поглощения следует рассматривать в контексте видения Euroclear «домашнего» рынка расчетов в ЕС, развитие которого было начато им в 2001 г.

Причем такие слияния национальных ЦД с международными центральными депозитариями (ICSD) приветствуется ЕС только в отношении расчетных функций по ценным бумагам.

В качестве примеров локальной (национальной) вертикальной консолидации обычно приводится Германия и Италия, где местные фондовые биржи стали основными акционерами соответствующих клиринговых и расчетных систем. Однако в России Московская биржа также является мажоритарным акционером и Национального расчетного депозитария (НРД), и ЦКА (Национальный клиринговый центр, НКЦ). Такая система управления

<sup>1</sup> Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements. The Giovannini Group (GG), 2003.

<sup>2</sup> Доклад «Учетная инфраструктура российского фондового рынка: этапы и направления развития» / под ред. П. М. Ланскова. С. 12.

<sup>3</sup> Там же.

инфраструктурными организациями финансового рынка имеет как свои достоинства, так и свои недостатки, о чем речь пойдет ниже.

Примером вертикальной консолидации на общеевропейском уровне считается консолидация контрольного пакета акций международной расчетной системы Clearnet в руках европейской биржи Eurex, что позволило в последующем осуществить горизонтальную консолидацию клиринговых домов Clearnet S. A. (Франция, Бельгия, Нидерланды, Португалия) и London Clearing House (Великобритания) в международную систему LCH.Clearnet group, оказывающую клиринговые услуги на товарных и финансовых рынках, включая рынки производных финансовых инструментов. Ее контрольный пакет сейчас принадлежит Лондонской фондовой бирже (LSE).

Эксперты GG рассмотрели в свое время три основные модели консолидации расчетных и клиринговых организаций. Причем отдельно рассматривалась консолидация ЦКА и расчетных систем фондового рынка (SSS), включающих в себя центральные депозитарии:

- 1) модель ограниченной и постепенной консолидации клиринга и расчетов, в результате которой остается несколько CCP и SSS;
- 2) модель полной консолидации клиринга и ограниченной консолидации расчетов, когда устанавливаются корреспондентские отношения оставшихся SSS с одним международным ЦКА, при реализации которой международный клиринг осуществляется через указанный центр;
- 3) модель полной и отдельной консолидации клиринга и расчетов, в результате реализации которой в рамках ЕС действует один ЦКА (CCP) и одна SSS, включающая общеевропейский ЦД.

Первая модель — это развернутый вариант существующих систем Euroclear, Clearstream и LCH.Clearnet. Реальных шагов по их объединению не предполагается.

Вторая модель требует серьезной унификации SSS и синхронизации работы по их укрупнению, а также предоставление денежными властями стран ЕС единственному ЦКА возможности оперировать с несколькими сохраняющимися видами валют, что представляется сегодня весьма сложным. По мнению экспертов GG, ЦКА должен открывать счета только крупным банкам — кастодианам и другим клиринговым организациям, что позволит ограничить его монопольное положение на рынке.

Согласно оценкам, третья из приведенных выше моделей, создавая консолидированную систему клиринга и расчетов со всеми ее преимуществами, могла бы привести к монополизации учетной инфраструктуры международного рынка ценных бумаг. Она может быть реализована только по истечении длительного времени, поскольку сопряжена с преодолением различий в законодательстве отдельных стран, регулирующем учет прав собственности и расчеты по ценным бумагам, налогообложение доходов по ценным бумагам, выпуск и первичное размещение ценных бумаг и т.д. Важным условием для реализации любых из этих моделей является наличие соответствующих технологий.

Процессы консолидации, как бы они ни происходили, имеют объективную основу и отражают потребности дальнейшего развития инфраструктуры рынка ценных бумаг. Однако на практике в ЕС по итогам дискуссий был выбран в качестве первоочередного путь скорее интеграции расчетных технологий, чем институтов, что нашло свое отражение в проектах T2S и, отчасти, LinkUP Markets, реализуемых в последнее десятилетие, о чем речь пойдет ниже.

Консолидация расчетных систем на основе современных информационных технологий будет способствовать преодолению существующей фрагментарности европейского рынка капитала. Это позволит максимально упростить доступ инвесторов к рынкам ценных бумаг всех стран ЕС.

Можно констатировать, что процесс интеграции инфраструктуры европейского фондового рынка будет сопровождаться стандартизацией применяемых норм и технологий проведения расчетов по ценным бумагам, ускорением и удешевлением расчетов, снижением рисков при их проведении. Он займет продолжительное время и может осуществляться только поэтапно. Конечной целью этого процесса не является монополизация или олигополизация инфраструктуры европейского рынка как таковые. Такие вряд ли будут допущены, по крайней мере до тех пор, пока не будут предложены эффективные способы использования механизмов конкуренции внутри консолидированных систем расчетов и клиринга, позволяющие им развивать технологии и избежать злоупотреблений в своей тарифной политике. Поэтому среди предложенных моделей объединения расчетных систем фондового рынка вариант, предполагающий последовательное поглощение Euroclear национальных систем, рассматривался экспертами как наиболее

рискованный ввиду угрозы чрезмерной монополизации расчетной инфраструктуры<sup>1</sup>.

В ЕС считают, что конкуренция между различными ICSD и (или) ЦКА должна быть сохранена в той или иной форме, для того чтобы стимулировать дальнейшее развитие указанных институтов инфраструктуры и предлагаемых ими услуг.

В докладах GG также указывается, что на практике при использовании услугами нескольких посредников из разных стран сплошь и рядом возникают коллизии из-за существующих различий в правовых системах. К таким различиям относятся, в частности, следующие:

— некоторые юрисдикции разрешают фиксировать права на ценные бумаги только на том уровне учетной системы, где физически находятся сертификаты ценных бумаг. Такой подход делает хранение (учет) ценных бумаг у посредников другого уровня бессмысленным;

— в одних странах сертификация ценных бумаг, т.е. их выпуск в физической форме, является обязательным условием выпуска, а в других странах это запрещается;

— инструменты рынка, которые по законодательству одних стран относятся к категории ценных бумаг, не признаются таковыми в других странах;

— при проведении трансграничных операций с ценными бумагами участники операций сталкиваются с таким количеством вопросов из-за различий в правовых системах, что проведение сложных операций сопровождается неприятным уровнем правовых рисков<sup>2</sup>.

Правовая неопределенность в отношении собственности на ценные бумаги обусловлена различием национальных законодательств, относящихся к торгам ценными бумагами. И в самом деле, существуют различные правовые модели и рыночная практика для систем расчетов по ценным бумагам, существующим в континентальной Европе, Великобритании и США (рис. 2.1). Поэтому цель достижения правовой определенности в данной сфере оказалась непростой. К тому же нет оснований считать, что одна из

<sup>1</sup> Кудяков О. Возможные модели консолидации учетной системы стран Евросоюза // Рынок ценных бумаг. 2003. № 18. С. 51—52.

<sup>2</sup> Доклад «Учетная инфраструктура российского фондового рынка: этапы и направления развития» / под ред. П. М. Ланскова. С. 15.

основных правовых систем — континентальная или общего права — должна превалировать над другой.

Вопросы прав собственности на ценные бумаги тесно переплетены с задачами, решаемыми при использовании ценных бумаг в качестве залога или обеспечения в условиях, когда возникающие при этом отношения регулируются нормами права различных государств неодинаково.

С учетом изложенного, эксперты GG рекомендовали провести модернизацию законодательства стран ЕС в части регулирования правовых отношений на рынке ценных бумаг, чтобы создать одинаковые в правовом отношении условия идентификации прав на ценные бумаги<sup>1</sup>. Сложность данной проблемы заключается еще и в том, что унификация правовых норм повлечет за собой необходимость внесения изменений в практику работы профессиональных участников рынка. И все же, если в результате унификации юридическая природа права собственности на ценные бумаги станет единой на всем панъевропейском пространстве, это позволит эффективнее решать и другие проблемы интеграции.

Поиск решения указанной проблемы был возможен, по мнению участников GG, только на базе широкого обсуждения связанных с этим вопросов с участием юристов, представителей науки, инвесторов и профессиональных участников рынка и их ассоциаций, что и было впоследствии сделано.

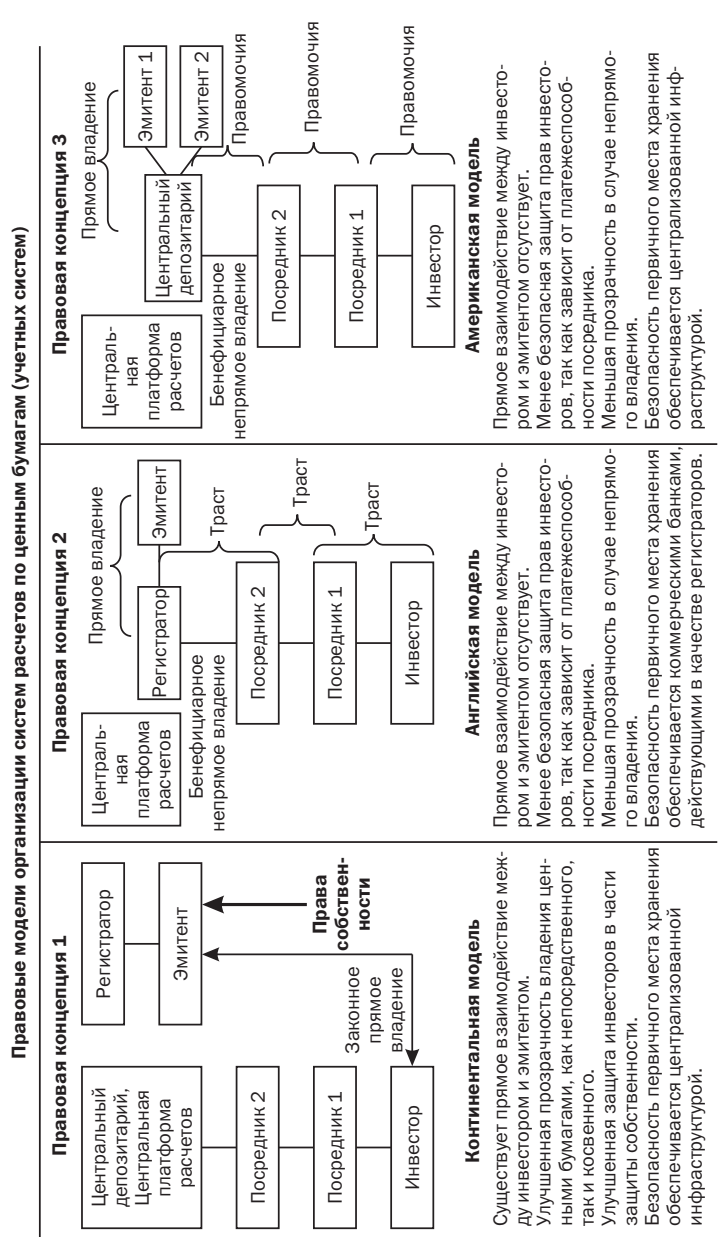
Если GG предлагала решать проблему унификации норм, регулирующих права собственности на ценные бумаги в странах ЕС, то, в свою очередь, G30 в своих рекомендациях 2002 г. советовала «улучшить законодательную определенность по поводу прямых и косвенных прав на ценные бумаги», что должно позволить участникам рынка с уверенностью определять, какими законодательными и нормативными актами устанавливаются и регулируются прямые или косвенные права на ценные бумаги (табл. 2.2)<sup>2</sup>.

Временная лента разработки и принятия основных документов по развитию инфраструктуры рынка капитала силами различных групп международных экспертов представлена на рис. 2.2.

Реальность глобального финансового кризиса обеспечила подписание дальнейших соглашений или дала новые импульсы пред-

<sup>1</sup> Доклад «Учетная инфраструктура российского фондового рынка: этапы и направления развития» / под ред. П. М. Ланскова. С. 15.

<sup>2</sup> Global Clearing and Settlement: A Plan of Action. The Group of Thirty (G30), 2003.



Большинство европейских стран используют правовую концепцию 1

Рис. 2.1. Варианты организации систем расчетов по ценным бумагам в соответствии с используемыми правовыми моделями  
 Источник: BNP Paribas Sec. Servs., EU Legal Certainty Project: Priorities for the Legal Expert Group. URL: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/certainty/bnp-paribas-submission\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/certainty/bnp-paribas-submission_en.pdf).

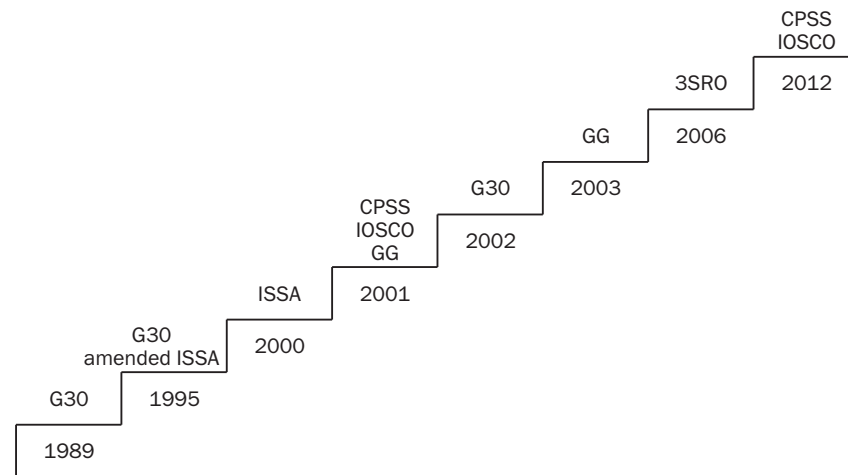


Рис. 2.2. Временная лента разработки международными группами экспертов рекомендаций по развитию учетных, расчетных и клиринговых систем

принятым ранее попыткам международного юридического сообщества увеличить правовую определенность в отношении трансграничного перехода прав собственности на ценные бумаги. Как результат, все больше государств ратифицируют Гаагскую конвенцию, относящуюся к закону, применимому к определенным правам в отношении ценных бумаг, учитываемых у посредника (2006 г.)<sup>1</sup>, а также конвенцию, подготовленную в рамках деятельности Международного института по унификации частного права (Institute International Pour L'unification Du Droit Prive, UNIDROIT) по отдельным правилам, относящимся к ценным бумагам, учитываемым у посредников (2013 г.)<sup>2</sup>. Но указанные попытки стандартизации не отвечают все же на все вопросы, которые могут возникнуть у инфраструктурных институтов при трансграничных операциях.

Поэтому на современном этапе развития расчетно-клиринговых систем наибольшую актуальность имеют последние по времени разработки, документа инфраструктурных экспертных групп, вбирающие в себя интеллектуальные достижения своих предшественников: «Европейский кодекс поведения для клиринговых и расчетных организаций» (European Code of Conduct for Clearing and

<sup>1</sup> URL: <http://www.partad.ru/materialy/depoz/method/>.

<sup>2</sup> URL: <http://www.unidroit.org/instruments/capital-markets/geneva-convention>.

Settlement)<sup>1</sup>, подготовленный в ноябре 2006 г. совместно с Федерацией европейских фондовых бирж (FESE), Европейской ассоциацией клиринговых домов (EACH) и Европейской ассоциацией центральных депозитариев (ECSDA), т.е. тремя наднациональными ассоциациями/саморегулируемыми организациями (на рис. 2.2 обозначено как 3SRO), и «Принципы инфраструктурных организаций финансового рынка» (Principles for financial market infrastructures, PFMI), разработанные профильными комитетами CPSS/IOSCO в апреле 2012 г.<sup>2</sup>

Ассоциации, подготовившие указанный Кодекс поведения, имели в виду адаптировать финансовую инфраструктуру государств — членов ЕС к внедрению директивы MiFID и предпринять со своей стороны шаги по преодолению административных барьеров, существующих (согласно документам GG) для посттрейдингового взаимодействия участников рынка с инфраструктурой.

Во-первых, Кодекс возлагает на инфраструктурные организации обеспечение прозрачности цен на их услуги, как основные, так и дополнительные, как в отношении единовременных, так и периодических платежей. В связи с этим Кодекс требует публикации всех прейскурантов, описания каждой услуги, единицы ее измерения, а также порядка установления тарифов, скидок и возврата платежей.

Во-вторых, Кодекс устанавливает обязательную доступность сервисов ЦД, ЦКА друг для друга и внутри этих категорий, для участников инфраструктуры, торговые площадки должны быть доступны для сервисов ЦД и ЦКА, операционное посттрейдинговое взаимодействие организаций должно быть построено так, чтобы клиенты могли выбирать поставщика услуг. Указанные добровольно принимаемые ассоциациями и их членами обязательства должны обеспечить выполнение ст. 34 и 46 MiFID по обеспечению доступа участников регулируемых рынков к сервисам соответствующих ЦКА и ЦД.

В-третьих, инфраструктурные организации финансового рынка обязаны, согласно Кодексу, конструктивно рассматривать

<sup>1</sup> URL: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/code/code\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/code/code_en.pdf).

<sup>2</sup> URL: <http://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf> (оригинальный текст доклада). Также см.: письмо ЦБ РФ от 29 июня 2012 г. № 94-Т «О документе Комитета по платежным и расчетным системам «Принципы для инфраструктур финансового рынка». URL: <http://www.cbr.ru/snglav/getdocument.aspx?documentid=1954> (письмо ЦБ РФ содержит неофициальный перевод текста доклада на русский язык).

предложения других инфраструктурных организаций из стран — участниц ЕС об операционном взаимодействии. При этом организация, запрашивающая доступ к другой организации, должна в принципе соответствовать юридическим, финансовым и регулятивным требованиям, применяемым к ней.

Что же касается PFMI, то они заменяют собой, ранее принятые в 2001 и в 2004 гг. рекомендации CPSS/IOSCO. Он обобщает и гармонизирует их на новом уровне требований, предъявляемых к инфраструктурным организациям рынка капитала, расширяет и уточняет перечень стандартов риск-менеджмента в отношении различных видов инфраструктурной деятельности. Фактически реализация PFMI постепенно достигается через вступление в силу Директивы ЕС MiFID II, Регламента EMIR и Директивы о деятельности расчетных систем и ЦД, о которых говорилось выше (см. гл. 1). В контексте рассматриваемого Доклада термин «инфраструктурные институты» обозначает системно значимые платежные системы, ЦД, другие системы расчетов по ценным бумагам, ЦКА и торговые репозитории на внебиржевом рынке ПФИ (TP). Эти инфраструктурные институты обеспечивают клиринг, расчеты и регистрацию финансовых операций, таких как платежи, расчеты по ценным бумагам и контрактам по производным инструментам (включая контракты на товары).

Справедливый и открытый доступ к инфраструктурному институту (далее — ИНФИ) для прямых и косвенных участников, а также других ИНФИ имеет большое значение, поскольку многие из них играют критическую роль на рынках, которые они обслуживают. Доклад, в частности, содержит руководящие указания о требованиях к доступу и участию, об управлении многоуровневой структурой участия и управлении связями ИНФИ, которые представлены как принципы. Опишем некоторые из них, имеющие значение с точки зрения целей настоящей работы.

**Принцип 18: Требования к доступу и участию. ИНФИ должен применять объективные, учитывающие риск и общеизвестные критерии участия, обеспечивающие справедливый и открытый доступ**

Ключевое содержание данного принципа состоит в том, что ИНФИ должен предоставлять справедливый и открытый доступ к своим услугам, в том числе прямым и, если необходимо, косвен-

ным участникам и другим ИНФИ, на основе разумных требований к участию, обусловленных риском. Доступ подразумевает возможность пользоваться услугами ИНФИ и включает прямое использование услуг ИНФИ участниками, в том числе другими рыночными инфраструктурами (например, торговыми платформами), а также провайдерами услуг (например, провайдерами услуг по сопоставлению и сжатию портфелей). В некоторых случаях сюда входят правила, регулирующие косвенное участие.

Доклад исходит из того, что требования к участию в ИНФИ должны быть оправданы соображениями безопасности и эффективности ИНФИ и рынков, которые он обслуживает, учитывать и быть соразмерными особым рискам ИНФИ и публично раскрытыми. При условии поддержания приемлемых стандартов контроля риска ИНФИ должен устанавливать требования, предусматривающие наименьшие ограничения доступа, которые позволяет ситуация.

ИНФИ должен постоянно контролировать соблюдение установленных им требований к участию и иметь точно определенные и обнародованные процедуры, обеспечивающие приостановление участия и упорядоченное исключение участника, который нарушает или более не отвечает требованиям к участию.

ИНФИ должен обеспечивать, чтобы его участники и связанные с ним ИНФИ имели необходимые операционные мощности.

*Справедливый и открытый доступ к платежным системам, ЦД, системам расчетов по ценным бумагам и ЦКА*

Авторы Доклада полагают, что справедливый и открытый доступ к услугам ИНФИ способствует конкуренции между участниками рынка и содействует эффективным и низкокзатратным платежам, клирингу и расчетам. Поскольку при создании ИНФИ часто добиваются эффекта «экономии масштаба», на конкретном рынке, как правило, имеются только один ИНФИ определенного вида или небольшое количество ИНФИ. Открытый доступ к ним должен позволить снизить концентрацию риска, вызванного многоуровневыми схемами платежей, клиринга и расчетов.

С другой стороны, ограничение доступа к услугам ИНФИ может ставить в невыгодное положение участников рынка (и их клиентов), другие ИНФИ (например, необходимость доступа ЦКА к ЦД) и провайдеров услуг, не имеющих доступа к услугам ИНФИ.

Кроме того, доступ к одному или более ИНФИ может играть важную роль в рыночных планах или принципах обеспечения надежного и эффективного клиринга по определенным категориям финансовых инструментов и содействия формированию эффективных финансовых рынков (включая предоставление и регистрацию данных о сделках).

*Требования к участию, обусловленные риском*

ИНФИ всегда должен учитывать риски, которым действительный или потенциальный участник (клиент) может подвергаться ИНФИ и других его участников (клиентов).

Вследствие этого ИНФИ должен устанавливать требования к участию, обусловленные риском и достаточные для обеспечения соответствия всеми участниками надлежащим операционным, финансовым и юридическим требованиям, позволяющим им своевременно выполнять свои обязательства перед ИНФИ. Если участники выступают от имени других организаций (косвенных участников), может быть целесообразно предъявление ИНФИ дополнительных требований прямым участникам. Операционные требования могут включать обоснованные критерии возможности и готовности участников пользоваться услугами ИНФИ (например, наличие надлежащих информационных технологий). Финансовые требования могут включать обоснованные требования по капиталу с учетом риска, взносам по соглашениям о предварительном финансировании невыполнения обязательств и показателям кредитоспособности. Юридические требования могут включать необходимые лицензии и разрешения на осуществление соответствующих видов деятельности, а также юридические заключения или другие показатели того, что возможные коллизии правовых норм не помешают претенденту на получение услуг (например, иностранной организации) выполнять свои обязательства перед ИНФИ.

Таким образом, согласно Докладу требования к участию в ИНФИ должны быть оправданными с точки зрения безопасности и эффективности ИНФИ и рынков, которые он обслуживает, учитывать специфические риски ИНФИ, быть соразмерными этим рискам и публично раскрываться. Эти требования должны быть объективными и исключать открытую дискриминацию определенных категорий участников или искажение конкуренции.

Например, требования к участию, основанные исключительно на размерах участников, как правило, недостаточно учитывают риск и нуждаются в тщательной проверке. При условии поддержания приемлемых стандартов контроля риска ИНФИ должен устанавливать требования, предусматривающие наименьшие ограничения доступа, которые позволяет ситуация. На открытость доступа могут влиять соображения эффективности. В частности, в некоторых случаях существенное значение для операционной эффективности имеет такой фактор, как минимальный объем сделок. Однако соображения, основанные исключительно на эффективности, не должны служить оправданием требований к участию, которые фактически становятся неоправданными барьерами для доступа.

Для обеспечения баланса между открытым доступом к своим сервисам и риском ИНФИ должен управлять рисками, связанными с его участниками, за счет использования средств административного контроля риска и других операционных механизмов, наименее ограничивающих доступ и конкуренцию с учетом реальной ситуации. В частности, ИНФИ может устанавливать кредитные лимиты или требования о залоговом обеспечении, помогающие ему управлять кредитным риском, которому он подвергается со стороны конкретного участника.

Допустимый уровень участия в ИНФИ (условия принятия клиента на обслуживание) может быть различным для участников с различными уровнями капитала. При прочих равных условиях для участников, имеющих более высокие уровни капитала, ограничительные лимиты риска могут устанавливаться на более низком уровне или они могут иметь право пользоваться большим количеством сервисов ИНФИ. По мнению авторов Доклада, эффективность таких средств административного контроля риска может сокращать потребность ИНФИ в установлении ограничительных требований, затрудняющих доступ.

#### *Мониторинг соблюдения требований*

Согласно Докладу ИНФИ должен осуществлять постоянный мониторинг соблюдения установленных им требований к участию за счет получения своевременной и точной информации. Участники должны быть обязаны сообщать обо всех изменениях, которые могут повлиять на их способность соблюдать требования ИНФИ.

При этом ИНФИ должен иметь право устанавливать более строгие требования или применять к участнику другие средства контроля риска в ситуациях, когда, по мнению ИНФИ, участник представляет для ИНФИ повышенный риск. Например, если кредитоспособность участника снижается, ИНФИ вправе потребовать от участника предоставления дополнительного залогового обеспечения или снизить кредитный лимит участника. Кроме того, ИНФИ должен точно определять и публично раскрывать процедуры, обеспечивающие приостановление участия и исключение из участия.

Исходя из Доклада, ИНФИ может принимать прямые поручения о расчетах от косвенных участников, которые проводят расчеты по учетным регистрам (счетам) прямого участника. Поэтому, несмотря на то, что косвенные участники могут признавать или не признавать правила ИНФИ, они все же подвергаются контролю рисков с его стороны через требования к прямым участникам, так как во всех случаях косвенный участник заключает двустороннее соглашение с прямым участником.

#### **Принцип 20: Связи ИНФИ. ИНФИ, устанавливающий взаимодействие с одним или несколькими ИНФИ, должен выявлять и контролировать риски, обусловленные этой связью, и управлять такими рисками**

Ключевое содержание данного принципа состоит в том, что, прежде чем заключить соглашение об установлении взаимодействия, а также постоянно после установления такового, ИНФИ должен выявлять и контролировать все потенциальные источники риска, возникшие вследствие взаимодействия и управлять ими. Механизмы взаимосвязи должны быть организованы таким образом, чтобы каждый ИНФИ мог соблюдать принципы, изложенные в рассматриваемом Докладе.

Взаимодействие должно иметь во всех соответствующих юрисдикциях убедительную правовую основу, которая поддерживает его структуру и обеспечивает адекватную защиту ИНФИ, установивших взаимодействие.

Например, связанные между собой ЦД должны измерять и контролировать кредитные риски и риски ликвидности, которым они подвергают друг друга, и управлять ими. Предварительные передачи ценных бумаг между связанными ЦД, согласно Докладу,

должны быть запрещены или, как минимум, обратная передача предварительно переданных ценных бумаг должна быть запрещена до момента завершения первой передачи.

В Докладе указывается, что взаимодействие ИНФИ представляет собой набор соглашений между двумя или несколькими ИНФИ, соединенными друг с другом непосредственно или через посредника. ИНФИ может устанавливать взаимодействие с ИНФИ аналогичного типа, прежде всего, для распространения своих услуг на дополнительные финансовые инструменты, рынки или организации. В частности, ЦД, именуемый ЦД-инвестором, может устанавливать связь с другим ЦД, в котором выпускаются или иммобилизуются ценные бумаги (именуемым ЦД-эмитентом), чтобы предоставить участнику ЦД-инвестора возможность доступа к услугам ЦД-эмитента на основе отношений участника с ЦД-инвестором.

ЦД-инвестор должен устанавливать связь с ЦД-эмитентом, только если этот механизм обеспечивает высокий уровень защиты прав участников ЦД-инвестора.

#### *Междепозитарное взаимодействие между ЦД*

В Докладе отмечается, что в процессе своей деятельности ЦД-инвестор может устанавливать взаимодействие с другим ЦД. Если такое взаимодействие осуществляется неправильно, то проводимые с его помощью расчеты по сделкам могут подвергать участников новым или более высоким рискам. В дополнение к правовому и операционному рискам связанные между собой ЦД и их участники также могут подвергаться кредитному риску и риску ликвидности. В частности, операционный сбой или невыполнение обязательств в одном ЦД могут вызывать операционные сбои или невыполнение обязательств в связанном с ним ЦД и подвергать участников, которые не проводят расчеты по сделкам с помощью их взаимодействия, непредвиденному давлению на ликвидность или прямым убыткам.

ЦД-инвестор должен устанавливать междепозитарное взаимодействие с ЦД-эмитентом, если этот механизм обеспечивает высокий уровень защиты прав участников ЦД-инвестора. В частности, ЦД-инвестор должен использовать ЦД-эмитента, который обеспечивает адекватную защиту активов в том случае, если ЦД-инвестор становится несостоятельным. В некоторых случаях ценные бума-

ги, находящиеся у ЦД-инвестора, могут быть арестованы кредиторами ЦД или его участниками и стать объектом решений о замораживании или блокировании, вынесенных местными судами или другими органами. Кроме того, если ЦД-инвестор хранит ценные бумаги на омнибусном счете у ЦД-эмитента и участник ЦД-инвестора не выполняет обязательства, то ЦД-инвестор не должен использовать ценные бумаги, принадлежащие другим участникам, для последующего осуществления местных поставок по его обязательствам.

Доклад требует, чтобы связанные между собой ЦД имели надежные процедуры согласования, чтобы обеспечивать соответствие действительности и актуальность своей учетной документации. Согласование представляет собой процедуру проверки совпадения учетных записей взаимодействующими между собой ЦД касательно сделок, обработанных с помощью их взаимодействия. Этот процесс имеет особое значение, когда в расчетах по сделкам участвуют три или более ЦД (т.е. ценные бумаги хранятся в одном ЦД, а продавец и покупатель являются участниками одного или более связанных между собой ЦД).

**Принцип 22: Процедуры и стандарты передачи сообщений.**  
ИНФИ должен использовать или, по меньшей мере, обслуживать соответствующие принятые на международном уровне процедуры и стандарты передачи сообщений, чтобы обеспечивать эффективные платежи, клиринг, расчеты и учет прав

В частности, в соответствии с рассматриваемым принципом Доклада ИНФИ, осуществляющий трансграничную платёжную, клиринговую, расчетную или учетную деятельность, должен использовать принятые на международном уровне процедуры и стандарты передачи сообщений или, как минимум, обслуживать их. Например, ИНФИ, который проводит расчеты по цепочке транзакций, обрабатываемых в нескольких ИНФИ, или оказывает услуги пользователям на территории нескольких юрисдикций, должен принимать во внимание строгое использование международно принятых процедур и стандартов передачи сообщений для обеспечения эффективной и результативной трансграничной передачи финансовых сообщений. Кроме того, применение этих процедур передачи сообщений может способствовать операционной совместимости информационных систем или операционных платформ



ИНФИ, находящихся в различных юрисдикциях, позволяя участникам рынка получать доступ к нескольким ИНФИ без технических трудностей (таких, как необходимость создания или поддержки нескольких локальных сетей с различными характеристиками).

ИНФИ, осуществляющий трансграничную деятельность, также должен быть способен поддерживать и использовать отработанные процедуры передачи сообщений, стандарты обмена сообщениями и стандарты контрольных данных, связанных с процессами идентификации контрагентов и нумерации ценных бумаг. В частности, ИНФИ должен тщательно изучать и применять соответствующие стандарты, принятые Международной организацией по стандартизации. Если ИНФИ, осуществляющий трансграничную деятельность, не полностью переходит на международные процедуры и стандарты передачи сообщений, он все же должен обеспечить операционную совместимость с информационными системами или операционными платформами других ИНФИ, создавая системы преобразования международных процедур в их внутренние эквиваленты, и наоборот.

### 2.3. Международные проекты интеграции расчетных систем и удешевления трансграничных расчетов

До начала 2000-х гг. международные или наднациональные ЦД (ICSD) не проявляли особой инициативы в формировании эффективных систем трансграничных расчетов, которые минимизировали бы количество задействованных в них ИНФИ и затрат инвесторов на их услуги. Можно сказать, что они были удовлетворены своим положением. Однако возрастающая конкуренция с кастодианами послужила стимулом для изменения позиции Euroclear и Clearstream как крупнейших поставщиков посттрейдинговых услуг в Европе, которые в течение ряда лет разработали собственные проекты для обеспечения более эффективных трансграничных расчетов и клиринга: единую платформу Euroclear и проект LinkUp Markets.

#### Единая платформа Euroclear

Вслед за «национальными» услугами, которые предоставлял каждый из ЦД, принадлежащих группе Euroclear, она стремится предлагать более сложные услуги для трансграничных инвесторов в Ев-

ропе. Для этого она стала консолидировать различные национальные расчетные системы в рамках одной платформы, таким образом делая трансграничные расчеты менее дорогостоящими (рис. 2.3).

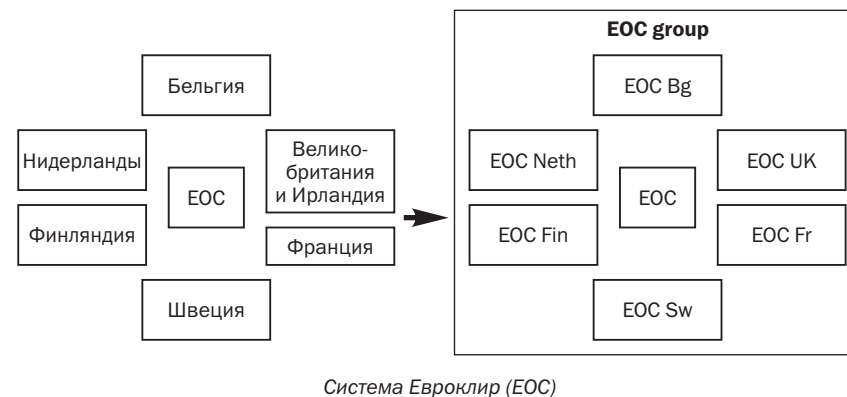


Рис. 2.3. Объединение технологий на платформе Euroclear

Источник: Черкасский Б. В. Центральный депозитарий России в мировом масштабе. [Электронный ресурс] URL: <http://fif.rcb.ru/2012/presentation/cherkaskijboris.pptx>.

Во Франции, Бельгии и Нидерландах процессы торгов и клиринга уже были интегрированы фондовым рынком Euronext и единым клиринговым центром Clearnet. После интеграции расчетов три рынка стали бы работать как один домашний рынок. Это рассматривалось как неотъемлемое условие для использования единой книги заявок для торгов на соответствующей бирже. Но для достижения указанной цели была необходима гармонизация рыночных практик.

Несмотря на то что гармонизация клиринга и расчетов в Европе представляет собой затратный по времени процесс, для которого необходимо большое количество действующих лиц для координации усилий, например синхронизации времени расчетов, графиков корпоративных действий, структуры счетов и стандартов сообщений, эта работа была проделана Euroclear. В начале 2009 г. начала работу ее система расчетов по ценным бумагам в сфере функционирования торговой системы Euronext (Euroclear Settlement of Euronext zone Securities, ESES). Она обеспечила интегрированное решение по расчетам для Франции, Бельгии и Нидерландов.

В конечном счете Euroclear стремилась к интеграции всех унаследованных ею систем тех организаций, которые теперь принадлежат группе Euroclear, на единой технологической платформе, включая вошедшие в ее состав в последние годы центральные депозитарии Великобритании, Ирландии, Финляндии и Швеции.

### Проект LinkUp Markets

LinkUp Markets предполагался как совместное предприятие ЦД Австрии, Германии, Греции, Дании, Египта, Испании, Люксембурга, Кипра, Норвегии, Швейцарии, Южной Африки (при ключевом участии Clearstream), которые представляли на тот момент 50% европейских и 90% африканских транзакций с ценными бумагами. Система была анонсирована в апреле 2008 г. и начала работу 30 марта 2009 г. В отличие от стратегии Euroclear по замещению национальных расчетных систем общей платформой, LinkUp Markets (LUM) строился на принципе совместимости (рис. 2.4).

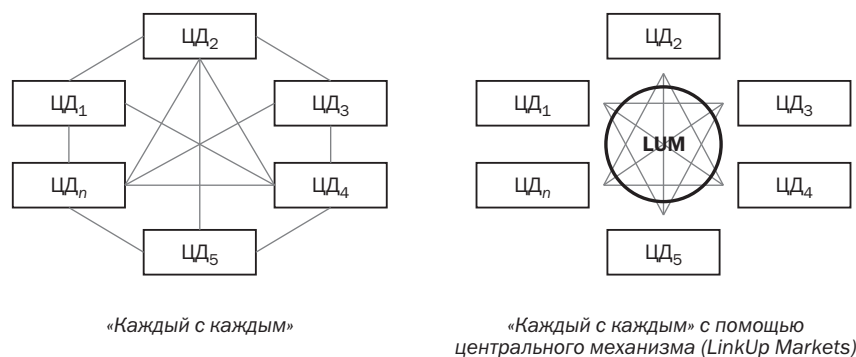


Рис. 2.4. Обеспечение совместимости технологий

Источник: ООО «ИНФИ ПАРТАД». Отчет по первому этапу НИР «Формирование единого биржевого пространства и централизация институтов учета и расчетов в рамках ЕЭП». С. 104. [Электронный ресурс] URL: <http://www.eurasiancommission.org/ru/act/finpol/dofp/finance/nir/reports/Documents/Forms/AllItems.aspx>.

Была создана система электронного взаимодействия для маршрутизации транзакций и конвертации различных форматов сообщений между участвующими в ней ЦД. Расчеты здесь осуществлялись по правилам домашнего рынка эмитента ценных бумаг посредством корреспондентских счетов, открытых ЦД друг у друга,

на условиях, что все ЦД — участники системы имеют двусторонние отношения друг с другом. Основной функциональный блок системы представлен на рис. 2.5.

В процессе обработки входящих форматов данных, сгенерированных конкретным ЦД, конвертер системы LinkUp Markets использует свою дополнительную логику их трансляции, что может включать либо атрибутирование данных под специфику исходящего формата, либо использование правил конкретного ЦД — получателя этого формата. Ответственность за корректность передаваемой информации и за наличие механизмов обработки получаемой информации остается за ЦД — участниками системы.

ЦД, участвующие в проекте LinkUp Markets, также готовились к взаимодействию в области трансграничного обслуживания активов, например в области поддержки корпоративных действий, уплаты налогов, предоставления отчетности и т.д. Однако этим планам потребовался пересмотр в связи с реализацией соответствующего проекта Европейского центрального банка (ЕЦБ) в этой сфере.

### Платформа расчетов TARGET2-Securities (T2S)

Несмотря на рассмотренные выше инициативы крупнейших ICSD, ЕЦБ принял решение о своей более существенной роли в сфере посттрейдинговых услуг на рынке капитала. Это связано с тем, что, хотя главными целями ЕЦБ являются поддержание ценовой стабильности, осуществление денежной политики и обеспечение корректной работы платежных систем, тем не менее в последние годы было выявлено существенное пересечение между указанными задачами и интеграцией финансовых рынков, особенно в отношении расчетов по деньгам и ценным бумагам.

Сначала ЕЦБ разработал и запустил TARGET-Cash, систему расчетов в реальном времени для осуществления трансграничных денежных платежей в Европе, связавшую национальные платежные системы (1999 г.). Эта система была в дальнейшем заменена новой единой платформой: TARGET2. При этом способ взаимодействия между национальными ЦД и центральными банками для транзакций по схеме «поставка против платежа» отличается для разных государств — членов ЕС. Некоторые рынки используют «интегрированную» модель, при которой национальный центральный банк передает ведение соответствующих денежных счетов ЦД.

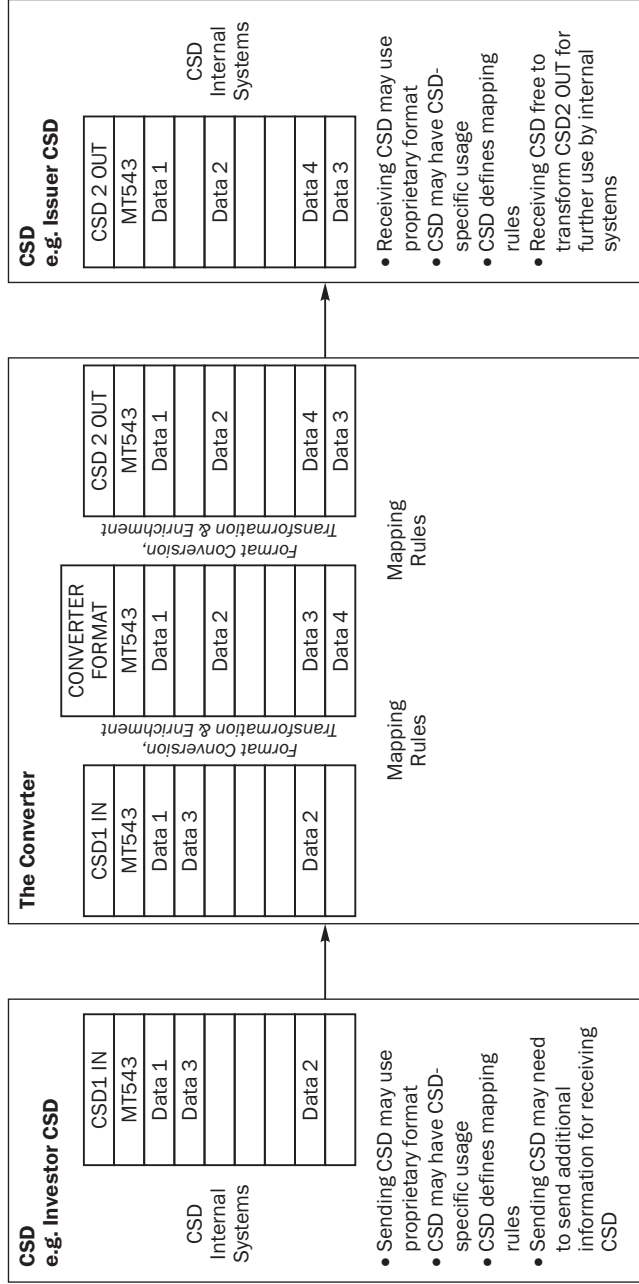


Рис. 2.5. Технологическая схема взаимодействия ЦД (CSD) в рамках системы LinkUp Markets

Источники: [http://www.ecb.europa.eu/paym/groups/pdf/COGESI\\_Markets\\_presentation\\_080619.pdf?17b022c3975dd60678437465f68a6e07](http://www.ecb.europa.eu/paym/groups/pdf/COGESI_Markets_presentation_080619.pdf?17b022c3975dd60678437465f68a6e07).

Другие рынки используют «интерфейсную» модель, при которой ЦД взаимодействует с центральным банком таким же образом, как и другие участники рынка. Происходящая консолидация групп ЦД и миграция дополнительных рынков на «интегрированную» модель привели к политическим дебатам о конкуренции в ЕС. Для создания равных условий и обеспечения учета денежных счетов и счетов ценных бумаг на одной платформе Евросистема, состоящая из ЕЦБ и центральных банков государств — членов ЕС, входящих в зону евро, предложила де-факто «обратную интеграцию»: всем ЦД будет поручено передать все денежные счета и счета ценных бумаг, используемые для трансграничных расчетов в евро, новой платформе ЕЦБ TARGET2-Securities (T2S). Соответственно Евросистема во главе с ЕЦБ предлагает ЦД, работающим по «интегрированной» модели, вернуть денежные расчеты по сделкам с ценными бумагами нижестоящих депозитариев своим центральным банкам.

Гертруда Тампелл-Гагерелл, член комитета ЕЦБ, ответственного за финансовую инфраструктуру, впервые публично объявила об этой идее общеевропейской расчетной системы в июле 2006 г. За этим последовали консультации с ЦД и участниками рынка. Первоначальный проект решения был сформирован летом 2007 г.<sup>1</sup>

В 2008 г. ЕЦБ пригласил все европейские ЦД для определения их заинтересованности в передаче операций системе T2S. В марте 2009 г. ЕЦБ опубликовал предварительный вариант Меморандума о взаимопонимании между Евросистемой и ЦД стран ЕС по вопросам развития T2S и будущей системе договоров.

В июле 2009 г. 27 ЦД государств — членов ЕС подписали Меморандум о взаимопонимании с Евросистемой, в котором завершение всех договорных переговоров планировалось осуществить к началу 2010 г.

T2S должен обеспечить стандартный процесс расчетов и клиринга в деньгах для всех ценных бумаг, номинированных в евро. В соответствии с планом ЕЦБ платформа должна была начать работу в 2015 г. Как и с любым проектом подобного масштаба, указанный срок включает в себя некоторую неопределенность, которая устраняется по мере реализации проекта. Наиболее очевидное и прямое воздействие система окажет на ЦД, которым потребуются

<sup>1</sup> Report Custody 2.0: TARGET2-Securities and its implication for European post-Trade market. Oliver Wyman and Deutsche Bank, 2009.

передать свои расчетные функции новой системе. T2S воздействует также и на остальных участников рынка посттрейдинговых услуг. В связи с реализацией проекта ожидается увеличение ценовой прозрачности и конкуренции на рынке посттрейдинговых услуг, что должно быть выгоднее для покупающей стороны и стимулировать консолидацию продающей стороны.

Те виды бизнеса, на которые влияет T2S, готовятся к началу работы системы, не только осуществляя технические изменения, необходимые для работы в рамках новой системы, но и корректируя используемые бизнес-модели в соответствии с изменениями на посттрейдинговом рынке.

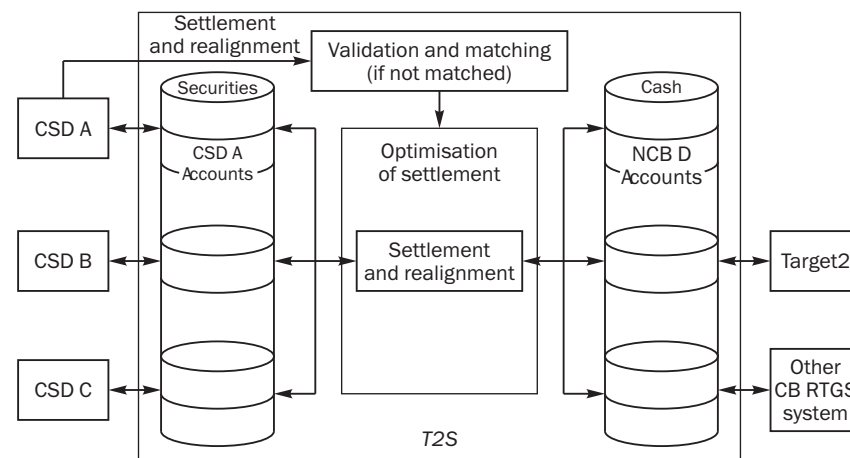
Перевод расчетов от национальных ЦД на общеевропейскую платформу T2S не следует путать с созданием «суперЦД». Инвесторы и их агенты не могут взаимодействовать с системой T2S по каким-либо иным деловым вопросам. Указанные действия по-прежнему будут осуществлять ЦД. Данную ситуацию можно рассматривать как консолидацию возможностей взаимодействия, а не консолидацию активов. В то время как расчеты по ценным бумагам будут осуществляться на одной платформе, сами бумаги по-прежнему будут учитываться в соответствующем национальном ЦД (рис. 2.6).

Было принято решение о том, что система T2S будет предоставлять только «простые» услуги, в то время как все остальные услуги будут оказываться ЦД или локальными кастодианами.

К преимуществам единой общеевропейской системы расчетов по деньгам и ценным бумагам можно отнести то, что в отличие от всех предыдущих моделей расчетов, основанных на организации цепочек двустороннего взаимодействия различных ИНФИ, T2S предполагает охватить все расчетные системы и тем самым обеспечить унификацию расчетных процедур во всей Европе. Это позволяет инициаторам проекта утверждать, что следствием унификации расчетов станет рост эффективности и надежности рынка, существенное упрощение и удешевление бизнеса транснациональных инвесторов внутри ЕС.

Основными характеристиками платформы T2S являются следующие:

- единая техническая инфраструктура (Single Shared Platform, SSP);
- SWIFT-стандарты и сервисы SWIFT Net;
- различные возможности управления ликвидностью;



Примечания: CSD (A,B,C) Accounts — счета ЦД (A,B,C); Settlement instruction — поручение депо; Validation and matching (if not matched) — сверка и квитовка (если не сквитованы ранее); Optimisation of settlement — оптимизация расчетов; Settlement and realignment — расчеты и перераспределение; Cash — денежные средства; NCB D Accounts — Счета Национального центрального банка D (НЦБ D); Other CB RTGS system — другая система общих расчетов центральных банков в реальном времени.

Рис. 2.6. Система расчетов по ценным бумагам с использованием платформы T2S

- возможность получения информации в режиме реального времени;
- непрерывность бизнес-процесса;
- единая техническая платформа с «вспомогательными» расчетными системами, позволяющая ускорить расчеты через счета в центральных банках;
- единая ценовая политика.

T2S будет не только облегчать дистанционный доступ участников к иностранным SSS внутри ЕС, но и предоставлять следующие основные преимущества в отношении осуществления расчетов по трансграничным сделкам с ценными бумагами:

- внедрение функции трансграничного прямого дебета/обязательных платежей (позволяющей системе расчетов по сделкам с ценными бумагами дебетовать/кредитовать счета участника, работающего с национальным центральным банком, приводящей к снижению количества этапов, необходимых для обработки платежа в дневное время суток);

— обеспечение стандартизированных процедур проведения расчетов для проведения расчетов в дневное и ночное время в сопряженных и интегрированных системах;

— досрочное завершение связанной с передачей денежных средств и ценных бумаг части сделки РЕПО за счет внедрения технического окна в ночное время.

Бесспорно, важным является вопрос о корпоративном управлении данной системой расчетов. В соответствии с предложением ЕЦБ в основу корпоративного управления T2S должны быть положены те же принципы, что и для T2, где национальный центральный банк, передавший в управление свой счет, участвует в управлении проектом и платформой пропорционально объему своего бизнеса. Из этого следует, что T2S должен управляться только центральными депозитариями. Однако пока это не следует из структуры управления проектом, представленной управляющим советом ЕЦБ (рис. 2.7).



Рис. 2.7. Структура управления проектом T2S

Источники: Report Custody 2.0: TARGET2-Securities and its implication for European post-Trade market. Oliver Wyman and Deutsche Bank, 2009.

Участвующие в проекте ЦД должны были подготовить план перехода, объясняющий, каким образом они сами и их клиенты будут переходить к системе T2S.

В рамках функционирования ЕС в поддержку концепции создания T2S было подготовлено несколько инициатив, включая вышеописанные MiFID, Директиву о ЦД и Кодекс поведения расчетных и клиринговых организаций.

Очевидно, что в контексте запуска системы расчетов на платформе T2S дается новый импульс гармонизации европейского законодательства и преодоления остающихся барьеров для трансграничных расчетов на рынке капитала, выделенных группой GG.

*Барьер 3: Корпоративные действия.*

Существует большое количество различных национальных правил, требований к информации и срокам корпоративных действий. Например, различным образом определяется момент, когда покупатель начинает восприниматься как собственник ценных бумаг.

*Барьер 11: Ограничение для агентов по удержанию налогов.*

Большинство государств — членов ЕС передают обязанности по удержанию налогов органам, действующим в рамках их собственной юрисдикции (с некоторыми исключениями, например, во Франции, где иностранные организации могут запрашивать статус агента по удержанию налогов в отношении дивидендов на французские ценные бумаги). Вышеизложенное ограничивает зарубежных посредников в возможности предложить свои услуги по удержанию налогов у источника.

*Барьер 12: Ограничения на сбор налогов.*

Возможность сбора налогов, как правило, интегрирована в локальные расчетные системы, потому выбор поставщика услуг по расчетам по ценным бумагам для иностранных инвесторов ограничен в связи с необходимостью его взаимосвязи с локальной расчетной системой.

Так или иначе, но подготовка платформы T2S к полноценному функционированию потребовала адаптации ранее запущенных проектов LinkUp Markets и единой платформы Euroclear к работе в новых условиях. Предполагалось их сосредоточение на обслуживании корпоративных действий, тем более что гармонизация корпоративных процессов в ЕС представляет собой наиболее сложную задачу, так как она взаимосвязана с национальными правовыми и

налоговыми практиками в большом количестве задействованных юрисдикций.

\* \* \*

На международном уровне построение национальных учетных систем, при всем их разнообразии и нестандартности, в общих чертах можно считать завершенным. С середины нулевых годов XXI в. начинается этап создания международных (трансграничных) расчетных систем. На это, по крайней мере с начала века, настраивают доклады международных экспертных групп.

В настоящий момент в мире отсутствуют образцы создания межгосударственных расчетно-депозитарных и клиринговых систем, и существующие международные расчетно-клиринговые системы являются коммерческими организациями и не могут служить примером межгосударственных институтов. Запуск создаваемой ЕЦБ системы расчетов T2S уже несколько раз откладывался, и к тому же она по замыслу авторов не является «европейским центральным депозитарием», а должна лишь (что, конечно, не так уж мало) упростить расчеты по ценным бумагам и деньгам между европейскими ЦД.

Международный опыт не дает нам исчерпывающих ответов по проблемам организации учета прав на ценные бумаги, так как в его основе лежит решение проблемы хранения документарных ценных бумаг как классических инструментов, воплощающих сочетание как прав «на бумагу», так и прав «из бумаги»<sup>1</sup>. В то же время международный опыт предоставляет возможность «выбора опций» для организации наднациональной системы учета прав собственности, клиринга и расчетов на рынках капитала ЕАЭС.

#### 2.4. Возможности развития трансграничных расчетов по ценным бумагам на рынках капитала ЕАЭС<sup>2</sup>

Процессы консолидации расчетно-депозитарной деятельности на национальных рынках капитала государств — членов ЕАЭС фактически уже произошли.

В Беларуси на первом этапе становления фондового рынка существовало три организации, выполняющие в том или ином

<sup>1</sup> Шершеневич Г. Ф. Учебник торгового права. М. : Спарк, 1994.

<sup>2</sup> При подготовке п. 2.4 использованы материалы Б. В. Черкасского.

объеме функции центрального депозитария: Республиканский Центральный депозитарий Республики Беларусь (РЦДРБ), депозитарий Национального банка РБ и расчетный депозитарий Белорусской валютно-фондовой биржи (БВФБ). Все они консолидировались в рамках РЦДРБ в полноценный центральный депозитарий, где не осуществляются из рекомендуемого международными группами экспертов для центральных депозитариев функционала только денежные расчеты.

В Армении, Казахстане, Кыргызстане существующие там центральные депозитарии — Центральный депозитарий Армении (ЦДА), Центральный депозитарий Республики Казахстан (ЦДРК/КАСД) и Центральный депозитарий в Кыргызстане (ЦДК) — изначально создавались в качестве корневых институтов для национальных учетных систем и поэтому в реформировании такого рода не нуждались.

Интересно, что в Армении первоначально по решению Правительства от 10 января 1996 г. было основано государственное предприятие «Национальный централизованный регистр», которое в апреле 1999 г. было реорганизовано в ЗАО «Центральный депозитарий Армении», который начал осуществлять деятельность центрального депозитария и кастодиана.

Последняя по времени консолидация расчетных депозитариев произошла в России, где в результате объединения бирж РТС и ММВБ произошла интеграция деятельности расчетных депозитариев ДКК и НДЦ в Национальный расчетный депозитарий (НРД), который, присоединив к себе Расчетную палату ММВБ, осуществлявшую денежные расчеты, оформился, таким образом, в полноценный ЦД.

Можно утверждать, что в настоящий момент национальные учетные системы государств — членов ЕАЭС можно считать в целом сформированными и достаточно успешно функционирующими, хотя их модели и спектр оказываемых услуг содержат различия, иногда существенные, так же как и размеры, степень государственного участия в управлении и финансовые возможности их ЦД.

В то же время сами государства — члены ЕАЭС и их экономики интегрированы значительно слабее государств — членов ЕС. Тем не менее задачу создания единых биржевого, клирингового и расчетно-депозитарного пространств следует рассматривать как весьма актуальную, находящуюся в тренде с усилиями международных

институтов (в первую очередь европейских) по созданию эффективных систем трансграничных расчетов.

Оценим применимость для ЕАЭС существующих схем трансграничных расчетов по ценным бумагам. В индивидуальной схеме владелец ценных бумаг открывает счет депо в депозитарии (в кастодиане, в реестре) другого государства. Способы доставки поручений и отчетов, оплаты услуг и легитимности указанной схемы определяются законодательством обоих государств и договором депозитария с иностранным депонентом. При этом владелец ценных бумаг получает те услуги, которые предусмотрены регламентом депозитария другого государства. Индивидуальная схема не противоречит законодательству государств — членов ЕАЭС и, по-видимому, достаточно широко применяется на практике. Ее не следует запрещать, однако она не может быть основой интеграции учетных (расчетно-депозитарных) систем стран — участниц ЕЭП.

При наличии выраженного интереса граждан и организаций одного государства к рынку ценных бумаг другого государства депозитарий первой страны может открыть корреспондентский счет депо (междепозитарный счет, счет номинального держателя) в учетном институте второй страны, если ее законодательство признает концепцию иностранного номинального держателя, а депозитариям первой страны разрешено иметь такие счета. В этом случае депозитарий первой страны может предложить своим депонентам услугу по хранению и учету ценных бумаг второй страны на их счетах депо без открытия индивидуальных счетов депо за границей, применяя индивидуально-депозитарную схему обслуживания.

В контексте ее использования следует отметить, что депозитариям Армении, Казахстана, Кыргызстана и России разрешено открывать счета депо в иностранных депозитариях, и таких счетов открыто достаточное количество. Например, немало российских и казахстанских банков имеют счета в Euroclear и Clearstream, а многие брокеры открыли счета депо в соответствующих институтах своих иностранных партнеров. В Беларуси такое право имеет только ЦД, причем РЦД РБ обязан на открытие каждого такого счета получать разрешение регулятора. Во всех государствах — членах ЕАЭС принята концепция иностранного номинального держателя, допускающая открытие счетов в локальных депозитариях,

в первую очередь в ЦД, иностранными депозитарными структурами<sup>1</sup>. Все армянские, казахстанские, кыргызстанские и российские депозитарии (включая ЦД) имеют право открывать счета иностранного номинального держателя, тогда как в Беларуси таким правом обладает только РЦД РБ. Так или иначе, можно утверждать, что препятствий для применения индивидуально-депозитарной схемы во взаимоотношениях между клиентами депозитариев всех стран Союза на данный момент нет, что способствует интеграции рынков капитала наших стран. Тем не менее она также не способна стать основой межгосударственной интеграции рынков капитала в силу своего частного характера.

С другой стороны, создание единых биржевого, клирингового и расчетно-депозитарного пространств государств — членов ЕАЭС объективно необходимо в интересах их экономической интеграции. В качестве одного из вариантов имеет смысл рассмотреть возможность создания наднационального «Центрального депозитария ЕАЭС»<sup>2</sup>. Такое решение внешне кажется самым простым и эффективным, однако в действительности его реализация представляется весьма проблематичной.

Начнем с того, что не существует ни одного примера успешного создания и функционирования наднациональных или, точнее, межгосударственных депозитариев. Euroclear и Clearstream не могут рассматриваться в этом качестве, так как являются коммерческими проектами, которые развиваются не в контексте заранее выбранных национальных юрисдикций, а по законам рынка. Даже в гораздо более тесно интегрированной Европе ЕЦБ не пошел на создание единого ЦД ЕС, а ограничился реализацией проекта системы T2S, являющейся механизмом взаиморасчетов между европейскими ЦД. При этом необходимо отметить, что этот проект вызывает много возражений и критики со стороны самих ЦД и иных участников европейского рынка и его пока трудно назвать успешным. Тем более что его запуск неоднократно откладывался. При

<sup>1</sup> Позже всех эта концепция была признана в России одновременно с принятием в конце 2011 г. Закона «О центральном депозитарии».

<sup>2</sup> В 2010 г., когда ни в России, ни на Украине еще не было центральных депозитариев, некоторыми украинскими государственными структурами предлагался проект создания общего наднационального российско-украинского депозитария и даже было принято совместное постановление правительств России и Украины. Однако никаких шагов по реализации этого проекта сделано не было.

этом, как указывалось выше, T2S должна обеспечивать только расчеты и не затрагивает наиболее сложную для реализации часть отношений ЦД и их клиентов — корпоративные действия.

Представляется, что создание наднационального депозитария ЕАЭС является слишком сложным вариантом развития, на пути реализации которого «сверху» очевидно наличие весьма серьезных препятствий. Во-первых, потому, что контроль над национальным ЦД рассматривается государственными органами и крупными участниками финансовых рынков соответствующих стран как аспект воплощения национальной независимости, возможность реализовывать и защищать национальные интересы. Поэтому предложение создать наднациональный (межгосударственный) ЦД с высокой степенью вероятности вызовет негативную реакцию регуляторов (особенно в РК). Во-вторых, создание эффективного наднационального ЦД стоит дорого и потребует значительного вложения средств со стороны государств, что в текущей экономической ситуации представляется маловероятным. Участники рынков и государства — члены ЕАЭС уже вложили немало средств в создание национальных ЦД и вряд ли будут удовлетворены их обесцениванием в случае реализации модели наднационального ЦД.

С другой стороны, альтернативным вариантом создания единого расчетно-депозитарного пространства «снизу» является организация двусторонних корреспондентских отношений между ЦД государств — членом ЕАЭС (рис. 2.8).

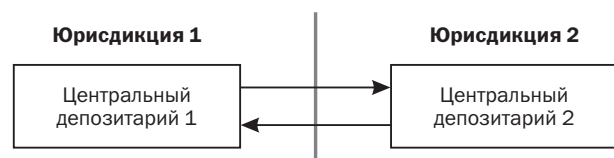


Рис. 2.8. Взаимные междепозитарные счета

Указанные связи установлены между многими ЦД — членами Ассоциации центральных депозитариев Евразии (АЦДЕ), объединяющей ЦД стран — участниц СНГ и ряда других евразийских государств. Например, в настоящее время НРД имеет взаимные корреспондентские счета с ЦД всех государств — членом ЕАЭС, однако эффективность их работы и объемы операций, по мнению

экспертов, оставляют желать лучшего. Если все ЦД стран — участниц ЕЭП откроют взаимные корреспондентские счета, то в известном смысле это образует общее расчетно-депозитарное пространство. Однако у такого способа создания сети типа «спагетти» (каждый с каждым) есть ряд недостатков. Открытие любого счета подразумевает то, что депозитарий-депонент полностью принимает правила и следует технологии депозитария, открывшего ему счет. Если таких счетов два или три, то это терпимо. Однако если число счетов растет и для каждого надо знать свои правила и, в частности, пользоваться особым программным обеспечением, то все это становится слишком сложным и дорогим<sup>1</sup>.

Поэтому подобный вариант развития предлагается рассматривать как промежуточный, допустимый на переходный период до создания базовой модели евразийской системы трансграничных расчетов. Одним из возможных вариантов избавиться от недостатков сетей типа «спагетти» (помимо создания наднационального ЦД) является создание централизованного технологического узла (ЦТУ), обеспечивающего технологическую конвертацию взаимных требований к ведению счетов и проведению по ним операций, по модели LinkUP Markets, которую используют все участники системы. При такой модели взаимосвязей каждый ЦД продолжает открывать счет у каждого, но наличие ЦТУ решает или упрощает многие проблемы организации взаимодействия.

ЕЭК и государствам — членам ЕАЭС, как нам представляется, предстоит выбрать один из двух рассматриваемых вариантов построения подходящей для ЕЭП модели расчетно-депозитарного кластера ЕБП, в основу которой предлагается положить звездообразную систему взаимосвязи депозитарных счетов. Однако в зависимости от выбранной модели построения расчетно-депозитарного кластера (РДК) («сверху» или «снизу») роль его системообразующего элемента будет выполнять либо наднациональный ЦД, либо ЦТУ (рис. 2.9).

Под РДК мы здесь будем понимать сеть ЦД депозитариев государств — членом ЕАЭС. ЦД кластера должны быть связаны друг с другом корреспондентскими отношениями напрямую либо по-

<sup>1</sup> ООО «ИНФИ ПАРТАД». Отчет по первому этапу НИР «Формирование единого биржевого пространства и централизация институтов учета и расчетов в рамках ЕЭП». Разд. 4. С. 276. [Электронный ресурс] URL: <http://www.eurasian.commission.org/ru/act/finpol/dofp/finance/nir/reports/Pages>.



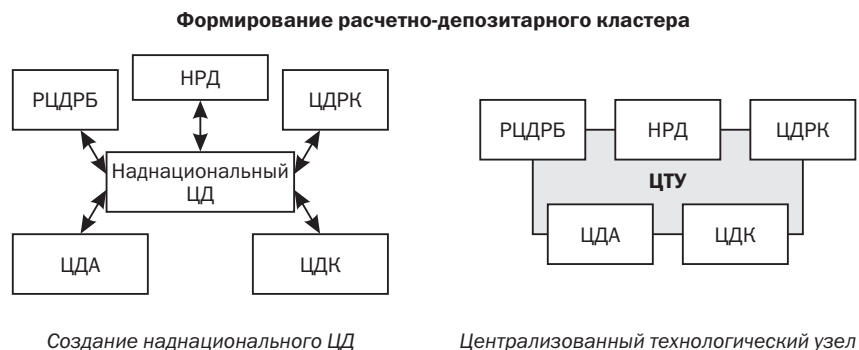


Рис. 2.9. Варианты построения расчетно-депозитарного кластера Единого биржевого пространства ЕАЭС

средством наднационального ЦД и обладать возможностью осуществления трансграничных расчетов сделок с ценными бумагами по той или иной технологии.

Целью создания РДК является обеспечение расчетов по трансграничным сделкам с ценными бумагами в рамках ЕАЭС и выплата доходов по этим ценным бумагам в валюте любого из его членов и в мировых валютах.

Так как территория государств — членов ЕАЭС должна стать единым экономическим пространством, то на нем в соответствии с рекомендацией G30 должен существовать ЦД либо «сеть тесно связанных друг с другом депозитариев». Пять ЦД нынешних государств — членов ЕАЭС должны сформировать такую сеть, основываясь на уточнении рекомендации G30, сформулированной ISSA: «Если на одном и том же рынке существует несколько центральных депозитариев, то для снижения расчетного риска и эффективного использования денежных средств и имеющегося перекрестного обеспечения необходимо, чтобы правила и процедуры их работы были совместимы».

Достижение такой совместимости не может произойти мгновенно, а должно стать итогом хорошо спланированного процесса. Роль «хаба» РДК, поддерживающего функционирование ЦТУ, мог бы взять на себя НРД как наибольший (по объему активов, операций и набору возможностей) из ЦД пяти стран. При этом не следует забывать, что интересы и особенности всех депозитариев, входящих в кластер, должны внимательно рассматриваться и реализовываться.

В качестве принципов построения РДК ЕЭП предлагаются следующие:

- РДК включает в себя ЦД всех государств — членов ЕАЭС;
- процедура вхождения нового члена в состав ЕАЭС должна предполагать вхождение его ЦД в РДК;
- все ЦД, входящие в РДК, сохраняют свою самостоятельность и на начальном этапе его функционирования не меняют структуру своей собственности;
- форма собственности у ЦД, входящих в РДК, на начальном этапе его функционирования может не изменяться, однако в дальнейшем целесообразен переход всех ЦД — участников РДК на акционерную форму собственности;
- в РДК обеспечивается система эффективно функционирующих взаимных корреспондентских счетов входящих в него ЦД;
- депонент любого из ЦД, входящих в РДК, в результате развития последнего должен получить доступ ко всем услугам других ЦД кластера (interoperability), что позволит обеспечить выход на фондовые биржи всех государств — членов ЕАЭС.

Преимущественным предметом деятельности ЦД, входящих в РДК, должны стать ценные бумаги национальных эмитентов государств — членов ЕАЭС. Необходимо составить общий список ценных бумаг, обслуживаемых всеми ЦД, входящими в РДК. При этом каждый из депозитариев РДК вправе осуществлять обслуживание любых иных национальных ценных бумаг.

Взаимодействие ЦД, входящих в РДК, с другими (внешними) расчетно-депозитарными системами должно преимущественно происходить через общий «хаб» РДК. Это целесообразно с экономической точки зрения и с точки зрения «узнаваемости» условий обслуживания в РДК для внешних по отношению к ЕЭП агентов. При этом допускаются и прямые корреспондентские отношения ЦД, входящих в РДК, с внешними (для ЕАЭС) депозитариями.

Развитие ЦД, входящих в РДК, должно проходить скоординированно, чтобы обеспечить согласованный между собой перечень и уровень их сервисов. При планировании развития РДК должны учитываться интересы всех входящих в него ЦД.

На следующих этапах развития целесообразным представляется взаимное вхождение депозитариев кластера в капитал друг друга так, чтобы это дало возможность участвовать в совете директоров (или ином соответствующем органе) каждого из них и влиять на

принимаемые управленческие решения. Например, в настоящий момент только ЦДРБ является миноритарным акционером НРД.

Совместное развитие РДК дает шанс каждому из входящих в него ЦД, сохраняя операционную самостоятельность, расширить свои возможности и занять достойное место в мировом сообществе ЦД. С другой стороны, создание такого кластера решает задачу формирования интегрированного расчетно-депозитарного пространства государств — членов ЕАЭС.

Необходимым условием взаимодополняющего развития расчетно-клиринговых и учетных институтов государств — членов ЕАЭС в интересах создания ЕБП является совместимость процедур и правил их работы.

На базе создания общих депозитарных стандартов необходимо развивать взаимодействие депозитариев стран Союза для достижения в будущем функциональной совместимости (interoperability), чтобы клиенты одного депозитария имели возможность получать те же услуги, что и клиенты депозитария-корреспондента. Сближению учетных систем рынков капитала государств — членов ЕАЭС должен способствовать переход их базовых элементов — ЦД — на обмен электронными документами с электронной подписью в унифицированных форматах по телекоммуникационным каналам связи и автоматизации обработки этих документов.

\* \* \*

В интересах формирования ЕБП представляется необходимым создание расчетно-депозитарного кластера, объединяющего в единую сеть ЦД государств — членов ЕАЭС. ЦД кластера должны быть связаны друг с другом корреспондентскими отношениями напрямую либо посредством наднационального ЦД и обладать возможностью осуществления трансграничных расчетов сделок с ценными бумагами по той или иной технологии.

Целью создания РДК является обеспечение расчетов по трансграничным сделкам с ценными бумагами в рамках ЕАЭС и выплата доходов по этим ценным бумагам в валюте любого из его членов и в мировых валютах.

## 3

### Интеграция биржевого пространства

3.1. Общие подходы к интеграции биржевого пространства ЕАЭС / 3.2. Опыт интеграции биржевых рынков Латинской Америки / 3.3. Допуск ценных бумаг эмитентов к биржевой торговле на основе качества их корпоративного управления / 3.4. Размещение ценных бумаг на биржах государств — членов ЕАЭС и перспективы трансграничного размещения ценных бумаг в рамках ЕБП

#### 3.1. Общие подходы к интеграции биржевого пространства ЕАЭС

Как нам представляется, государствам — членам ЕАЭС объективно нужно интегрирование в экономику ЕБП, обеспечивающее доступ к финансированию посредством глобального рынка капитала бизнеса различной величины, национальной и отраслевой принадлежности.

С точки зрения развития общего рынка капитала особенно важно, что практически вся нынешняя биржевая торговля ценными бумагами в ЕАЭС сосредоточена на Московской бирже (МБ), крупнейшей по оборотам в Восточной и Центральной Европе.

Сегодня российская биржевая инфраструктура переживает важный этап своего развития. Если фондовые площадки в остальных странах ЕАЭС уже довольно долго пребывают в настолько скромном по масштабам торгов состоянии, что говорить и перспективах их самостоятельного развития довольно сложно, то МБ (после поглощения РТС в 2011—2012 гг.) стала практически единственной значимой торговой площадкой на рынке капитала в РФ. Это расчистило путь к созданию центрального депозитария на базе контролируемого МБ Национального расчетного депозитария (НРД). Функция единственного номинального держателя в реестрах ценных бумаг, имеющих проспект, предоставленная ему Законом РФ «О Центральном депозитарии», позволила (на неконкурентной основе) сконцентрировать в нем расчеты по всем бумагам, торгуемым на бирже и имеющим право на публичное размещение. К концу 2014 г. стоимость ценных бумаг, находящихся-

ся на хранении в НРД, достигла 24,9 трлн руб., что на 14% больше, чем в конце 2013 г.<sup>1</sup> Другое дело, что ожидаемого притока иностранных инвестиций на рынок корпоративных ценных бумаг (в силу ряда экономических и политических обстоятельств, сложившихся на данный момент в России и окружающем ее мире) это пока не принесло.

Тем не менее нельзя отрицать, что в рамках биржевого холдинга МБ сформирована уникальная для постсоветского пространства цепочка инфраструктурных организаций, обеспечивающая основной комплекс услуг по клирингу и расчетам по финансовым инструментам, обращающимся на организованном рынке. Это позволило запустить важный на перспективу режим торгов T + 2 с частичным предварительным депонированием активов. ЦКА по всем сделкам и гарантом исполнения обязательств в этом режиме выступает входящий в холдинг Национальный клиринговый центр (НКЦ), что позволяет увеличить ликвидность рынка на привычных для глобальных инвесторов условиях за счет снижения стоимости проведения операций. НКЦ аккредитован Банком России в качестве квалифицированного ЦКА, что дает возможность российским участникам клиринга — кредитным организациям снизить нормативное бремя по операциям с НКЦ за счет применения пониженных коэффициентов риска в отношении сделок с НКЦ.

Участники рынка оценили преимущества работы в новом режиме и значительно повысили свою активность на нем. Параллельно четыре крупнейших глобальных банка — Citigroup, Credit Suisse Group, Merrill Lynch и Morgan Stanley — начали предоставлять своим клиентам прямой доступ (DMA — Direct Market Access) к торговле акциями в режиме T + 2 на фондовом рынке МБ, которая также запустила торги в режиме РЕПО с ЦКА. Применение этого инструмента открыло новые возможности повышения эффективности портфеля ценных бумаг и управления ликвидностью.

В феврале 2013 г. впервые в истории российского фондового рынка крупные иностранные депозитарии — Euroclear и Clearstream — получили возможность проводить расчеты по облигациям федерального займа (ОФЗ). Это решение имело своей целью увеличить круг инвесторов на отечественном рынке облигаций, так как российские участники практически исчерпали потенциал его

<sup>1</sup> Орлова Ю. Иностранные бумаги прячут на российской бирже // Ведомости. 2015. 11 февр.

развития. После прихода Euroclear и Clearstream до событий февраля—марта 2014 г. на Украине казалось, что российский долговой рынок обрел дополнительный уровень своей поддержки. По итогам первого полугодия 2013 г. объем торгов государственными облигациями составил 3,5 трлн руб., увеличившись на 114% по сравнению с аналогичным показателем прошлого года. Допуск Euroclear и Clearstream к рынку корпоративных облигаций и акций в середине 2014 г. в других обстоятельствах мог бы поспособствовать росту его ликвидности. Однако в условиях экономических санкций и резкого охлаждения отношений РФ с ЕС и G7 такого рода решение лишь увеличивает спекулятивную составляющую указанных рынков, т.е. повышает не столько их ликвидность, сколько волатильность.

При оценке состояния развития биржевой, расчетной и платежной систем рынка капитала РФ как очевидного лидера в государствах — членах ЕАЭС надо учитывать, что центры ценообразования на российский сырьевой экспорт, по-прежнему определяющий состояние дел в ее экономике, находятся на зарубежных биржевых рынках товарных деривативов (Лондон, Нью-Йорк, Чикаго, Токио и др.). Фактически у России, в лице ее экономических акторов, отсутствует регулятивная и операционная возможности влиять на цены на энергоносители, хотя политически негативных последствий такого положения вещей для России становится все больше<sup>1</sup>. Объем торговли нефтепродуктами на Санкт-Петербургской международной товарно-сырьевой бирже (СПбМТСБ) по итогам 2014 г. составил 17,4 млн т, что составляет около 17% общего их оборота и 98% всего биржевого оборота нефтепродуктов в России<sup>2</sup>. Хотя доля биржевого оборота нефтепродуктов увеличилась по сравнению с предыдущим годом на 4,8%, тем не менее биржевая торговля в РФ пока не стала главным ценообразующим фактором в этой сфере. Тем более что уже в 2015 г. объем торговли нефтепродуктами, к сожалению, снизился на 9%, до 16 млн т<sup>3</sup>. Таким образом, задача сформировать крупный биржевой центр ценообразования на экспортные товары, находящийся под россий-

<sup>1</sup> Миркин Я. Российские финансы, мировые цены на сырье и курс доллара США. «Финансиализация» товарных рынков. [Электронный ресурс] URL: <http://www.mirkin.ru/fin-future/part3/19/russian-finance.html>.

<sup>2</sup> URL: <http://market-lab.org/Alexey-Sergeev-SPIMEX-2015>.

<sup>3</sup> URL: <http://portnews.ru/news/211607/>.

ской юрисдикцией, пока не решена, хотя на политическом уровне она была обозначена почти десятилетие назад. Можно было предположить, что создание технологической цепочки торговли, клиринга, расчетов и платежей МБ — НКЦ — НРД в рамках биржевого холдинга создает предпосылки для толчка и в развитии товарного рынка на основе указанной инфраструктуры, но этого пока не произошло в заметных масштабах.

Несмотря на, казалось бы, очевидные конкурентные преимущества российского биржевого центра в Москве, Казахстан в своей Концепции развития финансового сектора РК до 2030 г., утвержденной постановлением Правительства РК от 29 августа 2014 г. № 954<sup>1</sup>, еще продолжает исходить из того, что ради сохранения ликвидности потенциально привлекательных казахстанских эмитентов в РК надо ограничить возможность кросс-листинга их ценных бумаг на биржах других стран ЕАЭС, имея в виду РФ. При этом в очередной раз ставится так и не решенная за предшествующие десятилетия задача внедрения на казахстанской бирже (KASE) расчетной и клиринговой системы, соответствующей международным стандартам. К сожалению, использование сервисов инфраструктурных организаций, входящих в группу МБ, в качестве варианта такого внедрения разработчиками указанной Концепции не рассматривается.

Финансовые же власти РБ в своих программных документах лишь меланхолично констатируют отсутствие рынка акций и первичных биржевых размещений. В этих условиях Белорусской валютно-фондовой бирже (БВФБ) пока приходится в своем развитии рассчитывать только на вторичный биржевой рынок государственных бумаг и бумаг НБ РБ. Соответственно, развитие клиринга и расчетов в рамках самой БВФБ определяется главным образом потребностями финансовых властей РБ. Биржевые рынки Кыргызстана и Армении, вновь вступившие в ЕАЭС в 2015 г., находятся в принципиально разном состоянии. В Кыргызстане это просто функционирующая модель рынка с незначительным объемом торгов. В Армении есть некоторые перспективы развития биржевого рынка, связанные с тем, что Армянская фондовая биржа входит в состав международного биржевого холдинга NASDAQ OMX.

Все это лишь подтверждает то, что необходимость интеграционного развития рынков капитала государств — членов ЕАЭС еще не стала приоритетом их национальных регуляторов. Эксперты Ра-

<sup>1</sup> URL: <http://kba.kz/rus/banking-system/banking-news/>.

бочей группы по созданию МФЦ в РФ (включая автора) в свое время предложили ряд направлений создания ЕБП (рис. 3.1),



Рис. 3.1. Основные элементы процесса создания Единого биржевого пространства ЕАЭС

в рамках которого предполагается не создание наднациональной биржи, а интеграция евразийской биржевой торговли на рыночных принципах. В государствах — членах ЕАЭС так или иначе, но уже сложились собственные биржевые сообщества, долгий срок осуществляющие биржевую торговлю в соответствии с требованиями национальных законодательств. Процесс гармонизации последних может потребовать многие годы. Тем не менее представляется возможным первоочередное внесение базовых гармонизирующих положений в правовые и организационные основы формирования будущего ЕБП на уровне международных договоров в рамках ЕАЭС. Для этого необходимо выделить и преодолеть главные различия в нормативно-правовом регулировании биржевой и сопутствующей ей деятельности, препятствующие внедрению интеграционных технологий.

Представляется, что гармонизация регулирования рассматриваемой сферы может осуществляться на основе наилучшей законодательной практики самих государств Союза, используя также в качестве ориентира гармонизирующие положения законодательства ЕС и рекомендаций международных организаций в отношении вза-

имного трансграничного допуска финансовых посредников и инструментов, организации работы расчетно-клиринговых систем.

Например, директива MiFID требует от регулируемых рынков ЕС иметь четкие и прозрачные правила относительно допуска финансовых инструментов к торгам. Для целей настоящей работы важно, что согласно ст. 40 (п. 5) ценная бумага, которая была допущена к торгам на регулируемом рынке, может впоследствии быть допущена к торгам на других регулируемых рынках даже без согласия эмитента и согласно соответствующим положениям Директивы Европейского парламента и Совета ЕС 2003/71/ЕС от 4 ноября 2003 г. о проспекте, подлежащем опубликованию, когда ценные бумаги предлагаются публике или допускаются к торгам<sup>1</sup>, и дополняющей Директиву Европейского парламента и Совета ЕС 2001/34/ЕС от 28 мая 2001 г.<sup>2</sup> Регулируемый рынок информирует эмитента о том факте, что его ценные бумаги торгуются на таком регулируемом рынке. При этом эмитент освобождается от обязанности предоставлять требуемую от него в иных случаях информацию тем регулируемым рынкам, которые допустили ценные бумаги этого эмитента к торгам без его согласия.

Оператор регулируемого рынка может приостановить или удалить с торгов финансовый инструмент, который более не соответствует правилам регулируемого рынка, кроме случаев, когда имеется вероятность, что такой шаг повлечет существенный ущерб интересам инвесторов или правильному функционированию рынка.

Несмотря на возможность оператора регулируемого рынка информировать непосредственно операторов других регулируемых рынков о своих действиях по отношению к финансовым инструментам, Директива требует от того из них, который приостанавливает или удаляет с торгов финансовый инструмент, публиковать это решение и сообщать соответствующую информацию своему регулирующему органу, который, в свою очередь, информирует других национальных регуляторов и ESMA.

Параллельно с учетом опыта ЕС было бы полезно унифицировать условия доступа участников торговли инструментов к торговым платформам организованных рынков государств — членов ЕАЭС, снимая правовые и технологические барьеры, например так, как это было сделано рядом стран Латинской Америки.

<sup>1</sup> URL: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32003L0071>.

<sup>2</sup> URL: <http://lexbox.cba.am/uploads/PDF/EU/Securities/2001-34.pdf>.

\* \* \*

В интересах формирования ЕБП необходимо заложить базовые гармонизирующие положения правовых и организационных основ его формирования на уровне международных договоров в рамках ЕАЭС. Для этого необходимо выделить и преодолеть главные различия в нормативно-правовом регулировании биржевой и сопутствующей ей деятельности, препятствующие внедрению интеграционных технологий.

Представляется, что гармонизация регулирования рассматриваемой сферы может осуществляться на основе наилучшей законодательной практики самих государств Союза, используя также в качестве ориентира гармонизирующие положения законодательства ЕС и рекомендаций международных организаций в отношении взаимного трансграничного допуска финансовых посредников и инструментов, организации работы расчетно-клиринговых систем.

### 3.2. Опыт интеграции биржевых рынков Латинской Америки

Как указывалось в Отчете о результатах НИР «Разработка Стратегии развития финансовых рынков государств — членов ТС и ЕЭП на период до 2025 года»<sup>1</sup>, проект Интегрированного рынка Латинской Америки (Mercado Integrado Latinoamericano, MILA) является первым примером транснациональной интеграции биржевых рынков в Латинской Америке. В проекте первоначально участвовали биржевые рынки Колумбии, Чили и Перу. В 2015 г. к ним присоединилась Мексика. Интеграция была достигнута без слияния или, иными словами, без континентальной корпоративной интеграции бирж. Она стала возможной благодаря использованию технологических средств и минимальной гармонизации регулирования торгов на рынках капитала, клиринга и расчетов, а также учета ценных бумаг, осуществленной самими инфраструктурными институтами. Будучи, по сути, примером межстрановой биржевой интеграции, проведенной по частной инициативе «снизу», проект MILA поднял важные вопросы, относящиеся к правовой опреде-

<sup>1</sup> ОАО «ИК «ЕВРОФИНАНСЫ». Отчет о НИР по первому этапу по теме: «Разработка Стратегии развития финансовых рынков государств — членов ТС и ЕЭП на период до 2025 года». С. 130—144. URL: <http://www.eurasiancommission.org/ru/act/finpol/dofp/finance/nir/reports/Pages>.

ленности в сфере владения ценными бумагами при трансграничных операциях.

### Процесс формирования интегрированного латиноамериканского рынка (MILA)

Интеграция фондовых бирж в мире является следствием различных причин и представляет собой очень сложный процесс, включающий множество институтов<sup>1</sup>. Действующий интегрированный биржевой рынок ряда стран Латинской Америки MILA представляет собой пример интеграции, обусловленной конкуренцией. Как показано на рис. 3.2, к декабрю 2009 г. фондовые биржи Бразилии и Мексики были крупнейшими в регионе по количеству эмитентов, рыночной капитализации и объему торгов ценными бумагами. А Бразильская фондовая биржа (Bolsa de Valores de São Paulo, BOVESPA) вообще является крупнейшей фондовой биржей в Латинской Америке.

В то же время при сравнении структуры ценных бумаг, участвующих в торгах в каждой из рассмотренных стран — участниц MILA, становится очевидным, что у каждой из фондовых бирж сложился свой сегмент рынка. В Колумбии ценные бумаги, участвующие в торгах на Bolsa de Valores de Colombia (BVC), относятся к промышленным предприятиям и банкам, страхованию и финансовым институтам. В то же время в Перу на Bolsa de Valores de Lima (BVL) в торгах участвуют, как правило, добывающие и коммунальные предприятия. В Чили ценные бумаги, включенные в листинг Bolsa de Comercio de Santiago (BCS), как правило, относятся к сфере услуг, банкам и компаниям по добыче природных ресурсов. Это означает, что в случае интеграции инвесторы могли получить доступ к более широкому перечню ценных бумаг, что может максимизировать доход в результате диверсификации инвестиций<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Фондовые биржи, как правило, представляют собой торговые площадки, которые предоставляют доступ к услугам по оплате, клирингу и расчетам по итогам совершаемых на них сделках. Фондовые биржи также являются инфраструктурными институтами (инфраструктурами) финансового рынка (доклад «Принципы для инфраструктурных институтов финансового рынка». URL: <http://www.bis.org/publ/cpss10-1a.pdf>). В случае с MILA, так как первая интеграционная фаза распространяется на торговлю ценными бумагами, помимо самих бирж необходимым является и участие Центрального депозитария. Таковыми институтами являются: в Колумбии — DECEVAL (DEPÓSITO CENTRALIZADO DE VALORES DE COLOMBIA S. A.), в Чили — DCV (Depósito Central de Valores, S. A.), в Перу — CAVALI (CAVALI, I. C. L. V., S. A.).

<sup>2</sup> Baquero-Herrera M. Legal Certainty and Financial Markets Integration: The MILA Case. P. 2. URL: [http://www.academia.edu/8273715/Legal\\_Certainty\\_and\\_Financial\\_Markets\\_Integration\\_The\\_MILA\\_Case](http://www.academia.edu/8273715/Legal_Certainty_and_Financial_Markets_Integration_The_MILA_Case).

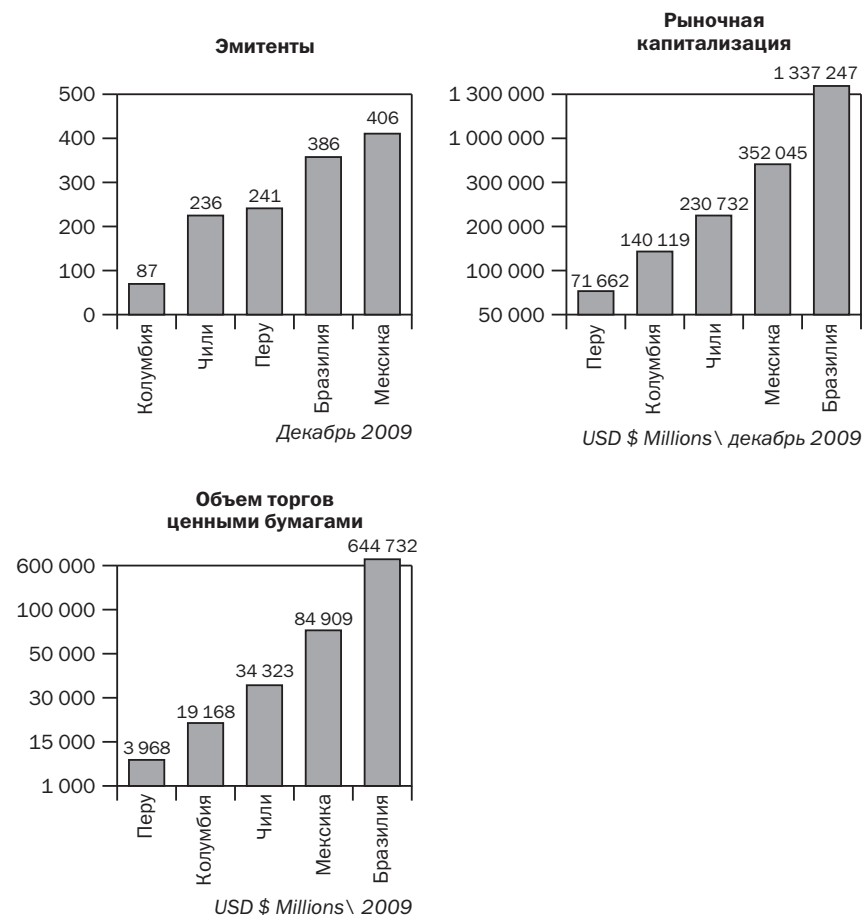


Рис. 3.2. Величина основных фондовых рынков региона по количеству эмитентов, рыночной капитализации и объему торгов на момент заключения соглашений о создании MILA, по данным на декабрь 2009 г.

Источники: Velandia A. Legal VP of the Colombia Stock Exch., Presentation at Externado de Colombia University (August 2010). URL: <http://jungleboxsolutions.com/mila/files/marcollegal/colombia/12scb-20100729-v4-2.pdf>.

Как показано на рис. 3.3, интеграция биржевых рынков ценных бумаг трех стран — Колумбии, Перу и Чили — привела к большему объему рынка и его взаимодополняемости. Объединенная в проекте MILA система бирж сразу стала крупнейшей в регионе по

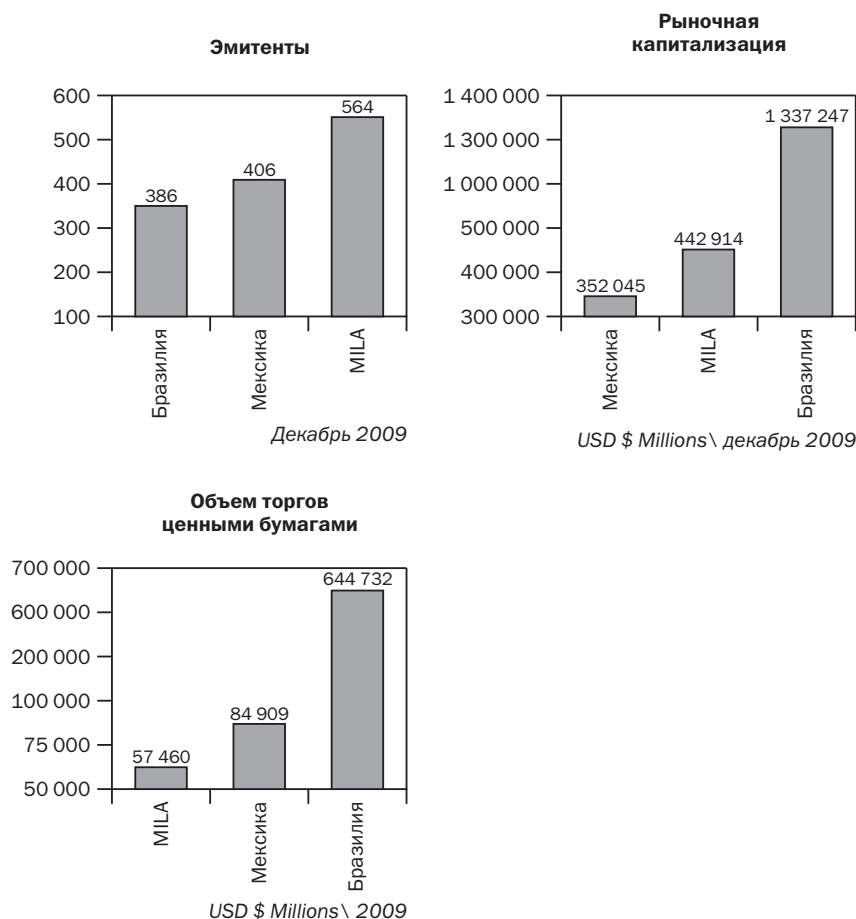


Рис. 3.3. Соотношение фондовых рынков Бразилии и Мексики с консолидированными в рамках проекта MILA странами по количеству эмитентов, рыночной капитализации и объему торгов на момент заключения соглашений о его создании

Источники: *Velandia A.* Legal VP of the Colombia Stock Exch., Presentation at Externado de Colombia University (August 2010). URL: <http://jungleboxsolutions.com/mila/files/marcolegal/colombia/12scb-20100729-v4-2.pdf>.

количеству эмитентов, второй по рыночной капитализации и третьей по объему торгуемых бумаг. Два вышеперечисленных драйвера — объем и взаимодополняемость — ведут к большей степени интеграции в будущем.

В сентябре 2009 г. фондовые биржи Перу, Чили и Колумбии, а также связанные с ними ЦД подписали Соглашение о намерениях изучить возможность осуществления и определить единую модель интеграции рынков ценных бумаг. После изучения всех аспектов, обеспечивающих процесс полной интеграции, в частности необходимого технического обеспечения, в июне 2010 г. фондовые биржи и центральные депозитарии согласились структурировать его в две стадии, подписав Соглашение о внедрении первой фазы (Implementation Agreement Phase 1, IA-P1) и продолжили изучение выполнимости второй фазы (IA-P2).

Проведенная в рамках проекта маршрутизация электронных поручений на совершение биржевых сделок позволяет покупателям/продавцам ценных бумаг направлять соответствующие поручения на интегрированные колумбийский, мексиканский, перуанский и чилийский биржевые рынки (с 2015 г. к ним добавляется и мексиканский рынок акций)<sup>1</sup>. Таким образом, зарубежные посредники из стран — участниц проекта получают доступ к локальному рынку с помощью технологических механизмов, разработанных локальной фондовой биржей совместно с соответствующим ЦД.

Во время первой фазы MILA являлась только вторичным спот-рынком ценных бумаг, на котором через локальные биржи торгуются локальные акции. Таким образом, зарубежные эмитенты акций<sup>2</sup> должны признаваться биржами стран — участниц MILA, что обеспечивает предложение их акций на локальных рынках. Все ценные бумаги должны быть зарегистрированы в общедоступных реестрах и пройти процедуру листинга на фондовых биржах в соответствии с правилами участвующих в проекте государств. Указанные бумаги могут торговаться на трех фондовых биржах. Посредники должны быть зарегистрированы в стране своего происхождения и быть членами/участниками локальных биржи и ЦД, а их деятельность должна регулироваться локальным органом власти. Релевантная информация, относящаяся к эмитентам и предлагаемым ценным бумагам, должна быть одновременно доступна всем

<sup>1</sup> The Benefits of MILA: Three Latin American Stock Exchanges Unite, The Wharton Sch. of the Univ. of Penn. (Nov. 17, 2010). URL: <http://www.wharton.universia.net/ind-ex.cfm?fa=viewArticle&id=1979&language=english>.

<sup>2</sup> Во время первой фазы MILA являлась только рынком акций, несмотря на то, что существуют и иные виды ценных бумаг на каждом из участвующих в MILA рынке. На второй фазе проекта возможны будут торги и по иным ценным бумагам, таким как облигации, векселя, казначейские ценные бумаги, деривативы и т.д.

### 3. Интеграция биржевого пространства

участникам MILA. Локальное налогообложение сделок осуществляется каждой из стран<sup>1</sup>.

Для вложений в иностранные ценные бумаги с помощью проекта MILA инвестору необходимо связаться с зарегистрированным брокером в любом из государств — участников проекта, так как они имеют доступ к соответствующей биржевой торговой платформе для покупки и продажи ценных бумаг. Таким образом, обеспечивается передача поручений от одной торговой системы в другую в соответствии с условиями, предусмотренными в соглашениях и контрактах, определяемых биржами. Соответствующие соглашения необходимы и между посредниками. Клиринг и расчеты по сделкам на каждом из рынков осуществляются в соответствии с правилами локального рынка, на котором торгуются соответствующие ценные бумаги, и производятся в локальной валюте. Локальный брокер несет ответственность за расчеты по сделкам соответствующих зарубежных брокеров. Платежи по сделкам осуществляются биржевыми посредниками (Sociedades Agentes de Bolsa, SAB) с помощью коммерческих банков. Расчеты по ценным бумагам осуществляются на счетах типа «омнибус», ведущихся во всех локальных ЦД<sup>2</sup>. Таким образом, на первой фазе проекта был обеспечен технологический доступ зарубежных посредников к локальным рынкам (рис. 3.4).

Для электронного взаимодействия между биржами и ЦД стран, участвующих в проекте MILA, используется протокол «Обмен финансовой биржевой информацией» (Financial Information eXchange (далее — FIX-протокол)). Этот протокол является одним из международных языков электронного взаимодействия на мировых финансовых рынках и широко используется для обмена торговой информацией брокерами, торговыми площадками и даже регуляторами. FIX-протокол не запатентован и является свободным и открытым стандартом, который постоянно развивается в соответствии с потребностями бизнеса и нормативными требованиями. Он используется тысячами организаций во всем мире каждый день для совершения миллионов транзакций на финансовых рынках.

<sup>1</sup> Depósito Central de Valores (DCV) Presentation, Integración del Mercado de Renta Variable (Oct. 2010), URL: <http://jungleboxsolutions.com/mila/files/publicaciones/4presentacion-a-corredores.pdf>.

<sup>2</sup> Baquero-Herrera M. Legal Certainty and Financial Markets Integration: The MILA Case. P. 4. URL: [http://www.academia.edu/8273715/Legal\\_Certainty\\_and\\_Financial\\_Markets\\_Integration\\_The\\_MILA\\_Case](http://www.academia.edu/8273715/Legal_Certainty_and_Financial_Markets_Integration_The_MILA_Case).

### 3.2. Опыт интеграции биржевых рынков Латинской Америки

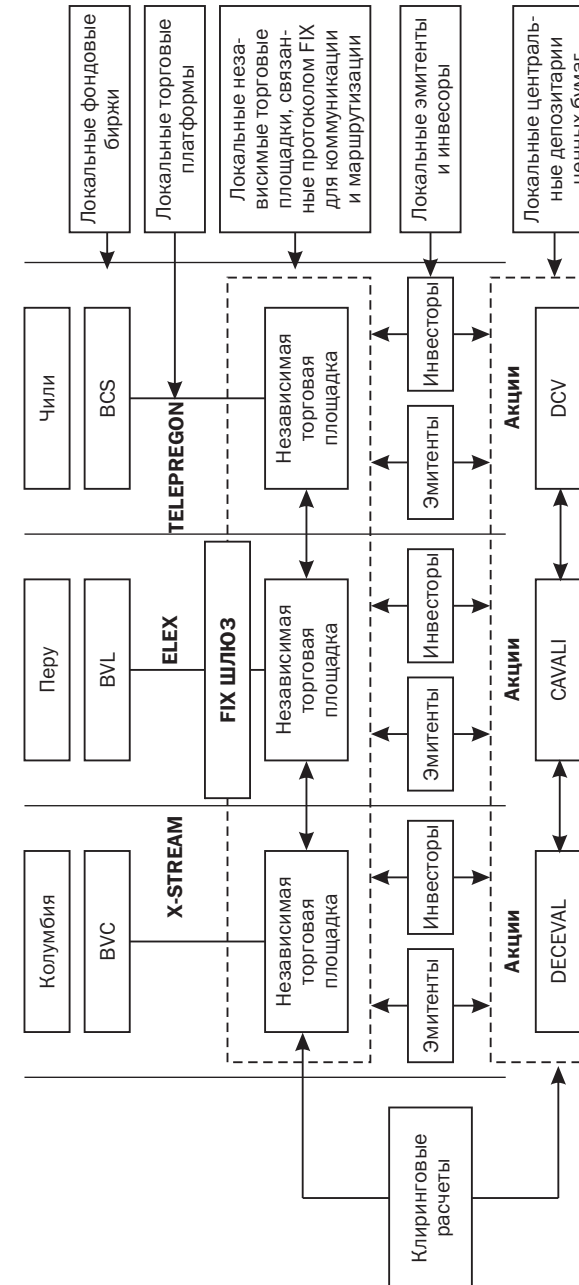


Рис. 3.4. Операционная модель MILA на 1-й фазе проекта

Источники: Jorge Hernán Jaramillo, President of DECEVAL, Colombia, Presentation in Santiago: Integración Regional de Mercados: MILA Desafíos y Oportunidades (Nov. 2012), URL: [http://www.svs.cl/sito/publicaciones/doc/IOSCO\\_nov\\_2012/panel\\_5/present\\_jorge\\_jaramillo.pdf](http://www.svs.cl/sito/publicaciones/doc/IOSCO_nov_2012/panel_5/present_jorge_jaramillo.pdf).



FIX-протокол позволяет минимизировать издержки и повысить эффективность при биржевой купле-продаже финансовых инструментов. Это снижает стоимость выхода на рынок для тех, кому необходимо быстро обмениваться финансовой биржевой информацией как внутри страны, так и за рубежом.

Язык FIX-протокола построен на спецификации сообщений, используемых в торговых коммуникациях. Первоначально разработанный для поддержки торговли акциями, в настоящее время он переживает быстрое развитие в посттрейдинговом пространстве, что позволяет обеспечить сквозную обработку информации (Strait-through processing, STP). Кроме того, в последнее время FIX-протокол все чаще используется при биржевой торговле иностранной валютой и на биржевых рынках производных инструментов.

Стандарты сообщений FIX-протокола поддерживаются и развиваются благодаря совместным усилиям организаций — членов сообщества пользователей FIX-протокола, среди которых представлены ведущие мировые финансовые институты. Совместная работа организаций — пользователей FIX-протокола гарантирует то, что стандарт продолжит удовлетворять вновь возникающие потребности биржевой и внебиржевой торговли.

Технические спецификации сообщений FIX-протокола, а также форумы для их обсуждения доступны по адресу в Интернете<sup>1</sup>. Списки поставщиков услуг по реализации FIX-протокола и организаций — членов FIX-сообщества пользователей также представлены в сети<sup>2</sup>. На данный момент сообщество пользователей FIX-протокола (далее — FIX-сообщество) — это некоммерческая организация по разработке стандартов для глобальной биржевой и внебиржевой торговли. Она является независимой и равноудаленной от участников рынка, рассматривает и обсуждает нормативные проблемы разных стран, влияющие на торговлю на мировых рынках, такие как стандартизация, обеспечивая эффективность работы, повышение прозрачности торговли и снижение затрат и рисков для всех участников рынка.

Основная работа FIX-сообщества — постоянное развитие и продвижение FIX семейства стандартов (форматов), в том числе языка сообщений FIX-протокола.

<sup>1</sup> URL: <http://www.fixtradingcommunity.org/pg/structure/tech-specs>; URL: <http://www.fixtradingcommunity.org/pg/structure/discussion>.

<sup>2</sup> URL: <http://www.fixtradingcommunity.org/pg/group-types/member-firm-groups-public>.

Работа по стандартизации осуществляется через глобальную сеть комитетов и рабочих групп, которые привлекают заинтересованных участников. Основные центры FIX-сообщества (штаб-квартиры) находятся в Нью-Йорке, Гонконге и Лондоне.

FIX-сообщество было ранее известно как FIX Protocol Ltd (это и сейчас его полное фирменное наименование). С момента своего запуска в 1998 г. организация добилась многого в развитии стандартов обмена сообщениями FIX-протокола. Ребрендинг организации в FIX-сообщество проведен в августе 2013 г.

Рассмотрим схему биржевой торговли в рамках MILA с использованием протокола FIX в рамках первой фазы проекта на примере участия в торговле инвестора одной из стран — участниц проекта — Перу<sup>1</sup>.

1. Инвестор решает принять участие в биржевой торговле акциями через локального участника торгов агента-брокера (SAB).

2. Участник торгов, т.е. перуанский брокер (или его иностранный брокер — партнер перуанского брокера), вводит поручение инвестора о покупке и (или) продаже ценных бумаг в торговую систему (платформу) соответствующей страны (табл. 3.1).

Таблица 3.1. **Схема биржевой торговли в рамках MILA с использованием протокола FIX в рамках первой фазы проекта в Перу**

Если поручение подается в BVL (Перу), то:	Если поручение подается на интегрированные с BVL торговые площадки BVC или BSC, то:	
3. Происходит поступление предложения на торговую площадку /биржу Перу — BVL, работающую на торговой платформе ELEX	3. После поступления поручения в BVL происходит его передача на интегрированные с BVL в рамках проекта MILA торговые площадки других его стран-участниц (Колумбии или Чили) с использованием протокола FIX (Fix-Gateway)	
	4. Поступление поручения на иностранную торговую площадку Колумбии, работающую на платформе X-Stream по протоколу FIX (Fix-Gateway)	4. Поступление поручения на иностранную торговую площадку Чили — биржу Сантьяго, работающую на платформе Telepregon по протоколу FIX (Fix-Gateway)

<sup>1</sup> URL: [http://www.bvl.com.pe/mila/infografia\\_mila.pdf](http://www.bvl.com.pe/mila/infografia_mila.pdf).

Окончание табл. 3.1

4. В рамках торгов на BVL предложение принимается и совершается сделка (CONASEV — Национальная комиссия по надзору в сфере компаний и ценных бумаг Перу получает информацию о ней через Интернет)	5. Совершается сделка на Колумбийской фондовой бирже (BVC)	5. Совершается сделка на фондовой бирже Сантьяго (BVS)
	6. BVC онлайн информирует BVL о сделке; на основании информации BVC производится запись по иностранному депозитарному счету в DECEVAL (используется протокол FIX (Fix-Gateway))	6. BVS онлайн информирует BVL о сделке; на основании информации BVS производится запись по иностранному депозитарному счету в DCV (используется протокол FIX (Fix-Gateway))
5. BVL и SAB направляют информацию о сделке в CAVALI (SAB отправляет в CAVALI имена покупателей и (или) продавцов)	7. BVL информирует CAVALI о сделке	7. BVL информирует CAVALI о сделке
6. CAVALI производит расчеты по сделке и информирует об их результатах заинтересованные стороны	8. CAVALI производит расчеты по сделке путем зачисления/списания ценных бумаг на счете, учитывающем ценные бумаги клиента и «зеркальном» по отношению к соответствующему счету в DECEVAL, и информирует его об этом с использованием протокола FIX (Fix-Gateway)	8. CAVALI производит расчеты по сделке путем зачисления/списания ценных бумаг на счете, учитывающем ценные бумаги клиента и «зеркальном» по отношению к соответствующему счету в DCV, и информирует его об этом с использованием протокола FIX (Fix-Gateway)

Урегулирование расчетов по сделке происходит на каждом из рынков в соответствии с его правилами, порядком совершения и регистрации. Локальный (по месту сделки) SAB осуществляет платежи между продавцом и покупателем и информирует своего клиента о данной сделке.

Что касается регулирования и надзора, то первая фаза MILA не требовала изменений в национальном (локальном) регулировании. Тем не менее 28 октября 2009 г. органы регулирования фондового рынка всех трех государств (Securities and Futures Commis-

on (SFC), Comision Nacional Supervisor de Empresas y. Valores (CONASEV) и Superintendency of Securities and Insurance (SVS)) подписали Меморандум взаимопонимания, направленный на поддержание развития частного интеграционного проекта и обеспечения лучшего механизма взаимодействия для содействия международным торгам<sup>1</sup>. Впоследствии регуляторы подписали еще один меморандум о взаимопонимании, направленный на решение вопросов об обмене информацией, консультациями и взаимодействием, а также координацией деятельности органов власти.

Несмотря на то что начало второй фазы проекта первоначально планировалось на 2012 г., но на это потребовалось больше времени. Тем не менее на октябрь 2014 г. MILA:

— лидирует по числу листинговых компаний в Латинской Америке (торгуются акции 554 компаний (39% чилийских, 15% колумбийских, 44% перуанских));

— занимает второе место по капитализации в данном регионе (на август 2014 г. — 613,4 млрд долл. (42% — Чили, 37% — Колумбия, 21% — Перу));

— занимает третье место по объему торговли в регионе (за период январь—август 2014 г. — 40,3 млрд долл. (в августе доля торговли акциями чилийских компаний — 52%, колумбийских — 42%, перуанских — 6%), при умеренной концентрации торгов: на первую пятерку наиболее ликвидных акций (Escorpetrol, Banco de Chile, Bancolombia, Falabella и Latam Airlines Group) пришлось 24% оборота торгов)<sup>2</sup>.

Предполагается, что вторая фаза проекта обеспечит интеграцию, при которой у зарубежных посредников будет прямой доступ к локальным биржевым рынкам стран — участниц проекта в соответствии с гармонизированными правилами торгов в рамках единой модели трансграничного клиринга и расчетов. Вторая фаза также обеспечит признание зарубежных частных эмитентов в качестве локальных эмитентов, открывая таким образом основной

<sup>1</sup> Memorando de Entendimiento Entre la Comisión Nacional Supervisor de Empresas y Valores del Perú, la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile y la Superintendencia Financiera de Colombia, Peru-Chile-Colum., Oct. 28, 2009. URL: <http://www.superfinanciera.gov.co/NuestraSuperintendencia/memoperuchile2009.pdf>.

<sup>2</sup> ОАО «ИК «ЕВРОФИНАНСЫ». Отчет о НИР по первому этапу по теме: «Разработка Стратегии развития финансовых рынков государств — членов ТС и ЕЭП на период до 2025 года». С. 132. URL: <http://www.eurasiancommission.org/ru/act/finpol/dofp/finance/nir/reports/Pages>.

рынок для зарубежных брокеров, позволяя осуществлять торги ценными бумагами с фиксированным доходом и иностранными деривативами. Подписание документов о создании MILA сформировало у инвестиционного сообщества существенные ожидания, но участвующие в проекте биржи в скором времени поняли, что формирование эффективной, прозрачной и надежной системы клиринга и расчетов требует большего, чем простое решение технических вопросов связи торговых платформ<sup>1</sup>.

### Достижение правовой определенности в отношении владельцев ценных бумаг в рамках MILA: от первой фазы ко второй

Для полной интеграции биржевых рынков в рамках MILA необходимо решение широкого перечня вопросов: технических, правовых, культурных и институциональных. Поток капитала между государствами и несбалансированные платежи, отсутствие общей стабильной валюты обуславливают возникновение макро- и микроэкономических проблем, которые могут задержать полную финансовую интеграцию.

Базовая интеграционная схема MILA для первой фазы проекта уже реализована. Различные фазы биржевой интеграции отражают объем, степень развития и открытость вовлеченных фондовых рынков. Переход ко второй фазе MILA (рис. 3.5) требует от заинтересованных сторон решения определенных проблем. Например, с точки зрения фондовой биржи, технические и правовые аспекты, относящиеся к торговым платформам, учету, системам клиринга и расчетов, должны решаться таким образом, чтобы эффективно обеспечивать выполнение первой и второй фаз. Инвесторы будут требовать защиты прав акционеров, полную и не оспариваемую реализацию политических, экономических прав, прав собственности, прозрачных соглашений с кастодианами, прозрачных и эффективных трансграничных соглашений относительно банкротства, справедливого и равного налогообложения. Любой из настоящих и будущих инвесторов будет требовать доступности четкой, надежной, стандартизированной и достаточной информации. Что касается эмитентов, то наличие прямого доступа к зарубежной ли-

<sup>1</sup> Baquero-Herrera M. Legal Certainty and Financial Markets Integration: The MILA Case. P. 8. URL: [http://www.academia.edu/8273715/Legal\\_Certainty\\_and\\_Financial\\_Markets\\_Integration\\_The\\_MILA\\_Case](http://www.academia.edu/8273715/Legal_Certainty_and_Financial_Markets_Integration_The_MILA_Case).

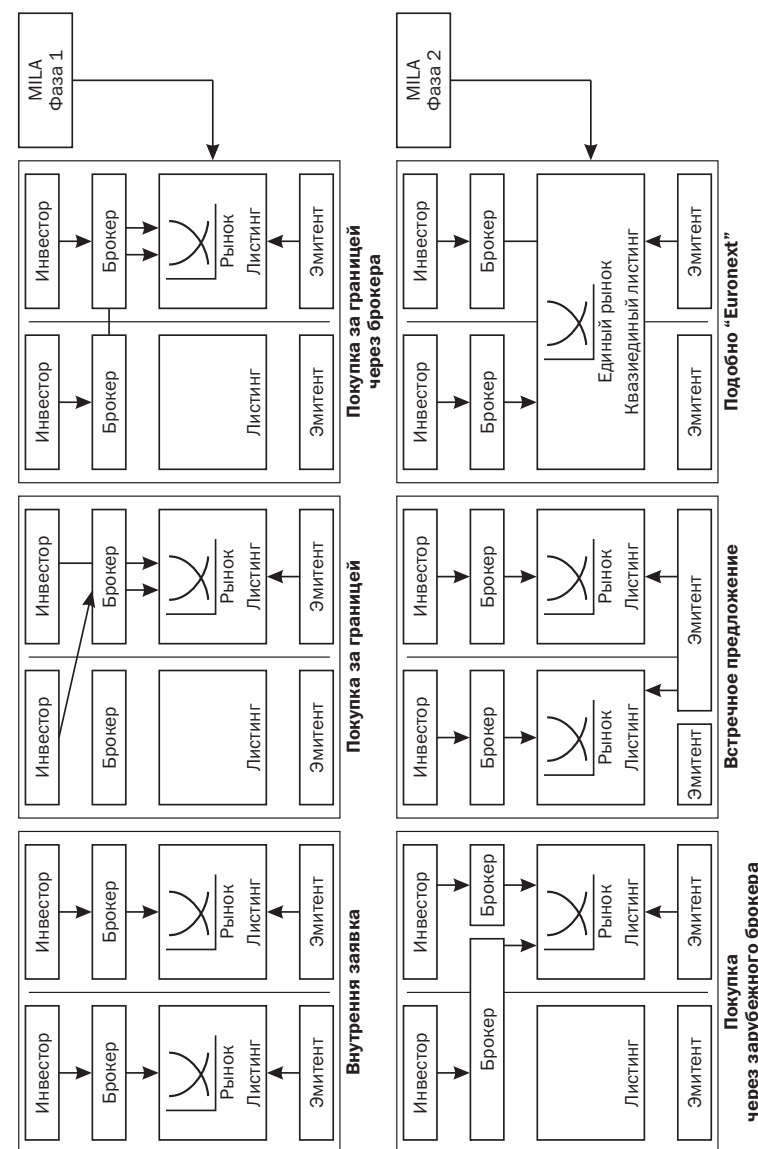


Рис. 3.5. Развитие модели интегрированного биржевого рынка MILA от первой ко второй фазе

Источники: Depósito Central de Valores (DCV) Presentation, Integración del Mercado de Renta Variable (Oct. 2010). URL: <http://junglboxsolutions.com/mila/files/publicaciones/4presentation-a-corredores.pdf>.

квидности является уникальной возможностью для преодоления барьеров и протекционизма. Последний заложен в местных традициях, отвергающих изменение требований к листингу и публично-му размещению ради зарубежных эмитентов.

Финансовая интеграция также означает и институциональные изменения. У регулирующих и надзорных органов на небольших и фрагментированных рынках, как правило, преобладает местнический подход. Поэтому их представители не готовы к пониманию чрезвычайно сложных и динамичных интегрированных рынков. Саморегулируемые инфраструктурные институты (в лице бирж и ЦД), которые, как правило, осуществляют фактическое регулирование и надзор за деятельностью участников финансового рынка, также должны адаптироваться к новой интегрированной среде.

Правовые аспекты, относящиеся к системам клиринга и расчетов в рамках проекта МІІА, не являются настолько сложными, как в ЕС. Важно учесть, что члены МІІА относятся к континентальной правовой системе, привычной для большинства стран ЕС. В соответствии с корпоративным законодательством стран — участниц проекта акции, как правило, являются одновременно и документарными, и именными<sup>1</sup>. В результате приобретение ценных бумаг или предоставление права залога по отношению к акциям имеет правовые последствия для эмитента и третьих сторон только в том случае, если это зафиксировано в реестре их владельцев, ведение которого осуществляет эмитент. В то же время некоторые положения по переходу прав собственности на ценные бумаги требуют наличия письменного контракта и участия нотариуса в тот момент, когда действительный собственник захочет их продать.

Общие правила корпоративного законодательства, в частности те, которые относятся к переходу прав собственности или обременению акций, как правило, модифицируются нормами, регулирующими финансовые рынки. Законодательство, действующее на финансовых рынках стран — участниц МІІА, достаточно единообразно формирует правила для обеспечения торгов, клиринга, расчетов и учета ценных бумаг. Двумя основными общими требованиями является дематериализация ценных бумаг, предваряющая

<sup>1</sup> См.: Decreto No. 26887, de 1997 (Peru); Law No. 18.046, 18.045, NCG 217, 240 (Chile); L. 222/95, 964/2005, Decree 2555/2010 (Colom.).

их биржевой оборот, и регистрация прав собственности и обременений в форме записей, осуществляемых кастодианом. Иными словами, правовая определенность владельца акций, учитываемых в виде записей на счетах, зависит от организации функционирования расчетно-клиринговых систем.

В соответствии с действующей практикой стран — участниц МІІА ценные бумаги более не передаются в документарной форме из рук в руки, а переводятся с (на) лицевые счета, ведущиеся поставщиками учетных услуг в интересах владельцев ценных бумаг. Подобные переводы требуют использования системы лицевых счетов, поддерживаемых третьей стороной. В случае с МІІА в их качестве выступают локальные ЦД. Данная система значительно упрощает владение ценными бумагами по сравнению даже с Европой, поскольку там может быть задействовано несколько поставщиков услуг, образующих цепочку владения, в которой один из участников хранит ценные бумаги другого участника.

#### Регулятивные условия функционирования ЦД в странах — участницах проекта МІІА

Известно, что в том случае, когда поставщик услуг по учету прав на ценные бумаги находится не в той стране, в которой находится владелец счета, необходимо соблюдение правовых условий для функционирования интегрированного биржевого рынка: приобретение ценных бумаг или их обременение должно быть юридически значимым; определенность приобретения ценных бумаг должна быть подкреплена знанием владельца счета того, что именно он приобретает. Это обусловлено тем, что владелец счета должен быть уверен в том, до какой степени он может использовать приобретенные ценные бумаги: участвовать в корпоративной жизни, получать дивиденды или аналогичные выплаты, продавать ценные бумаги или предоставлять их в залог.

В рамках МІІА проблема состояла в том, что законодательство Чили позволяет брокерам/посредникам владеть ценными бумагами с помощью так называемых счетов типа «омнибус», агрегирующих у себя бумаги разных клиентов без их обособления друг от друга, т.е. без использования структур номинального держания. Регулирование владения ценными бумагами в двух других странах — участницах проекта, напротив, обязывает брокеров/посред-

ников использовать счета номинального держателя<sup>1</sup>. Указанная разница являлась источником непонимания и правовых проблем с участниками рынка из Перу и Колумбии. Для устранения отличий и осуществления взаимодействия в интересах биржевой интеграции участвующие в проекте ЦД (Чили — DCV, Перу — CAVALI, Колумбия — DECEVAL) подписали соглашение, в котором они определили модели хранения и учета ценных бумаг, применимые в трех странах — участницах МІЛА, как это показано на рис. 3.6.

В соответствии с этим соглашением ценные бумаги хранятся и учитываются в ЦД того государства, где находится их эмитент и осуществлен их листинг. При этом DCV (Чили) открывает корреспондентские счета в DECEVAL (Колумбия) и CAVALI (Перу). Таким образом, DCV будет обеспечивать хранение инвестиций из Чили на счетах типа «омнибус», открытых ему для данной цели в CAVALI и DECEVAL.

В свою очередь, CAVALI и DECEVAL открыли счета типа «омнибус» в DCV для учета прав на ценные бумаги своих третьих сторон. При этом каждый из посредников-кастодианов фиксирует учетные данные в отношении прав своих клиентов на иностранные ценные бумаги. При этом DCV для учета прав собственности чилийских инвесторов на ценные бумаги эмитентов Перу и Колумбии пришлось создать систему «зеркальных счетов» (Mirror Account), учитывающих права конкретных клиентов, обслуживаемых в нем SAB (ЦД Перу и Колумбии не должны были этого делать, так как в этих странах существует правовой институт номинального держателя).

Взаимные корреспондентские счета ЦД позволяют, в частности, осуществить регистрацию обременения ценных бумаг по поручению собственника ценных бумаг или любого зарубежного органа власти. Участие в корпоративных событиях иностранных инвесторов в рамках проекта МІЛА осуществляется в соответствии с правилами, принятыми в стране регистрации ценных бумаг.

Рассмотрим другие регулятивные условия функционирования ЦД всех нынешних участников проекта МІЛА (включая Мексику) на основании результатов анкетирования, проведенного среди них Юридическим комитетом Ассоциации центральных депозитариев Америки (Americas' Central Securities Depositories Association,

<sup>1</sup> James J. Dolan. The Omnibus Account Problem: You Can't Monitor what You Can't See. URL: <http://www.accessdc.com/pdfs/OmnibusAccountProblem.pdf>.

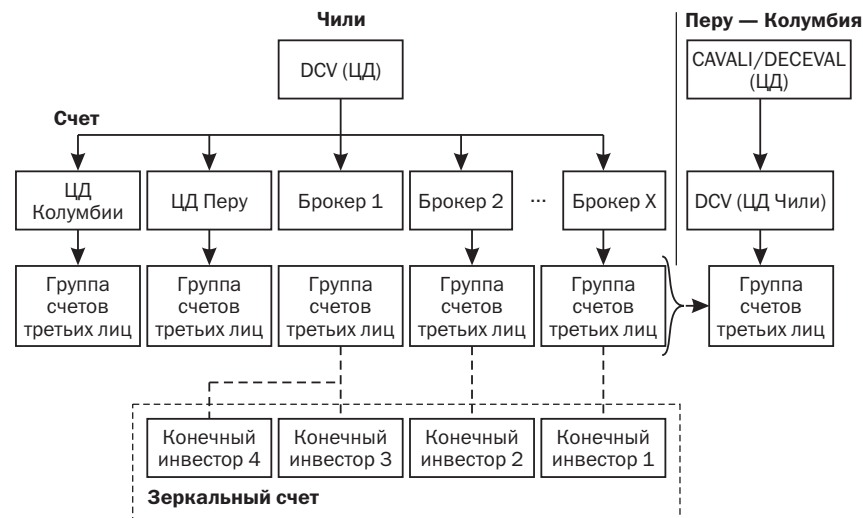


Рис. 3.6. Модель функционирования Соглашения о хранении ценных бумаг между ЦД стран — участниц МІЛА

Источник: Jaramillo J. H. President of DECEVAL, Colombia, Presentation in Santiago: Integración Regional de Mercados: MІЛА Desafíos y Oportunidades (Nov. 2012). URL: [http://www.svs.cl/sitio/publicaciones/doc/IOSCO\\_nov\\_2012/panel\\_5/present\\_jorge\\_jaramillo.pdf](http://www.svs.cl/sitio/publicaciones/doc/IOSCO_nov_2012/panel_5/present_jorge_jaramillo.pdf).

ACSDA) среди ее членов и представленных в табл. 3.2. Ее анализ показывает, что в регулировании деятельности ЦД рассматриваемых четырех стран Латинской Америки действительно нет особых различий. Важно отметить, что везде в странах — участницах МІЛА применяются регулятивные механизмы обеспечения окончательности расчетов, гарантирования прав клиентов ЦД на ценные бумаги и их защиты при банкротстве ЦД.

\* \* \*

Существенная интеграция биржевых рынков нескольких стран Латинской Америки в рамках проекта МІЛА была достигнута без слияния бирж и специальной гармонизации национальных законодательств стран-участниц, хотя и при значимой поддержке со стороны локальных регулирующих органов. Она стала возможной благодаря использованию технологических средств, саморегулированию процессов доступа нерезидентов к биржевым торгам на

Таблица 3.2. Результаты анкетирования ЦД, проведенного Юридическим комитетом ACSDA для стран — участниц проекта MILA

№ п/п	Вопросы анкеты	Страна		
		Республика Чили	Республика Колумбия	Республика Перу
1.	Какие ценные бумаги могут учитываться в ЦД?	Ценные бумаги, предназначенные для публичного размещения и включенные в реестр [ценных бумаг]; ценные бумаги, эмитированные Центральным Банком Чили, финансовыми институтами, уполномоченными регулятором в рамках законодательства и эмитированные или гарантированные государством	Ценные бумаги, включенные в национальный реестр ценных бумаг и эмитентов.  <i>Особенности:</i> Ценные бумаги, учитываемые организациями, представляющими аналогичные услуги в похожих условиях в других странах, в соответствии с законодательством которых им предоставлено право для централизованного депонирования ценных бумаг	Ликвидные активы и те, которые соответствуют характеристикам и требованиям к их учету в ЦД.  <i>Особенности:</i> Иностранные ценные бумаги также могут учитываться в ЦД
				Мексиканские Соединенные Штаты (Мексика)  Акции, государственные ценные бумаги, гарантии, облигации, сертификаты, иные ценные бумаги; простые векселя, переводные векселя и иные кредитные инструменты, как номинированные, так и не номинированные; зарегистрированные и не зарегистрированные; а также ценные бумаги, допущенные к обращению на организованных рынках ценных бумаг, предусмотренных законодательством, эмитированные сериями или одним выпуском и представляющие собой акционерный капитал соответствующего лица, кратную часть актива, долю участия в совместном обязательстве или

				любое право в индивидуальном обязательстве в соответствии с национальным и международным законодательством
2.	Существует ли правовое основание для учета ценных бумаг в ликвидной форме на счетах в ЦД?	<i>Да.</i> <i>Особенности:</i> ЦД может учитывать ценные бумаги как в качественной форме [демпонированных], так и в качественной форме (внутренние положения ЦД)	<i>Да.</i> <i>Особенности:</i> Едиственная запись в ЦД представляет каждый из учитываемых в ЦД выпусков	<i>Нет.</i> <i>Особенности:</i> Учет ликвидных бумаг в депозитарии регулируется внутренними положениями
3.	Дематериализация является ли это опциональным или обязательным для национального рынка? Возможна ли редемптизация, в каком-либо случае?	Дематериализация является опциональной, материализация возможна	Дематериализация является опциональной	Дематериализация является опциональной
4.	Какова структура операционных счетов участников ЦД? Возможны ли прямые	Существуют как прямые, так и непрямые участники ЦД и существует два типа счетов: счета депозитариев и счета владельцев	В депозитарии открываются субсчета участников ЦД	Счета в ЦД открываются его участникам на их имя. В каждом случае указывается, когда открываются собственные счета участ-

№ п/п	Вопросы анкеты	Страна			Мексиканские Соединенные Штаты (Мексика)
		Республика Чили	Республика Колумбия	Республика Перу	
	и непрямое участие? Как работает структура счетов и субсчетов (номинальные держатели и счета типа «омнибус»)?			как номинальных, так и омнибусных счетов	ников, а когда счета в интересах третьей стороны. Типы счетов: 1) собственные и третьей стороны; 2) депозиты; 3) обязательства; 4) неликвидные инвестиции
5.	Возможны ли бесплатные транзакции в ЦД?	Да	Нет какого-либо отдельного правила по данному вопросу	Да. Гипотетически: Для персональных переводов, а также для переводов, осуществляемых с помощью счета в ЦД при внебиржевых переводах	Да
6.	Регулируется ли ваш ЦД? Можете ли вы указать название именованного регулятора?	Да. Комитет по мониторингу (Monitoring Committee)	Да. Колумбийское финансовое управление (Colombia Financial Superintendence)	Да. Регулирующим агентством является CONASEV	Да, надзирающими органами являются Секретариат (Secretaría), Комиссия (Comisión) и Банк Мексики

7.	Корпоративное управление — существует ли обязанность эмитентов раскрывать информацию о корпоративных событиях для ЦД; имеют ли участники ЦД (посредники) аналогичные обязанности по представлению отчетов своим клиентам/инвесторам?	Нет какого-либо отдельного положения по данному вопросу	Эмитенты должны раскрывать информацию ЦД, считающуюся существенной для рынка	Эмитенты должны раскрывать ЦД информацию о корпоративных событиях или действиях. Участники ЦД должны информировать своих клиентов о транзакциях или изменениях по счетам последних	Решения о корпоративных действиях должны приниматься на общих собраниях акционеров. Повестка собрания должна быть составлена и отправлена регулятору в том случае, если компания находится в сфере надзора последнего. Это является, до определенной степени, способом обеспечения публичности решений, принимаемых на подобных собраниях
8.	Имеет ли национальный ЦД возможность блокировать (или обременить) счета участников (прямых — непрямым) в таких случаях, как залги, обеспечение, аукционные и иные похожие ситуации?	Да. Гипотетически: Ценные бумаги учитываются и обременяются в отдельных разделах депозитарного счета, но существует возможность блокирования (замораживания) счета участника	Да. Гипотетически: Применяемая мера включается в журналы операций депозитария. Если блокирование проводится в отношении счета номинального держателя, депозитарий должен уведомить эмитента о принятых мерах	Да. Особенность: Запрашиваемые ограничительные меры осуществляются	Да. У депозитария есть механизмы для блокирования имеющегося на депозитарном счете инвестора актива. Любые санкции, обременения, судебные аукционы, обязательства и прочие действия, имеющие договорную или судебную природу, осуществляются депозитарием немедленно. Но только в том случае, если поручение на перевод ценных бумаг

№ п/п	Вопросы анкеты	Страна			Мексиканские Соединенные Штаты (Мексика)
		Республика Чили	Республика Колумбия	Республика Перу	
9.	Есть ли у национального ЦД обязанность по соблюдению конфиденциальности информации относительно информации об операциях своих участников (прямых и не прямых)? Каков объем подобных обязанностей?	Существует обязанность по соблюдению конфиденциальности. Ограничение не распространяется на судебные и административные органы.	Существует обязанность по соблюдению конфиденциальности, но не распространяется на органы власти.	Существует обязанность по соблюдению конфиденциальности. Она не распространяется на судебные и административные органы.	еще не поступило до этого момента в отдел компетентных органов по причине необходимости соблюдения принципа конфиденциальности расчетов в интересах третьих сторон
		<b>Особенность:</b> Не осуществляется раскрытие информации для целей статистики	<b>Особенность:</b> Конфиденциальность применяется в отношении инсайдерской информации	<b>Особенность:</b> Информация может предоставляться агентам из других стран, с которыми ЦД подписал соглашение о сотрудничестве и клиринге	Существует закон о защите банковской информации и закон о рынке ценных бумаг

10.	Правила по проведению деятельности по обслуживанию доходов применяются по отношению к ЦД. (1) Имеет ли ЦД обязанность сообщать о подозрительных транзакциях? (2) Есть ли у национального ЦД собственные правила ПОД/ФТ, применимые для его участников? (3) Хранит ли ваш ЦД персональные (идентификационные) данные о своих клиентах, информацию о их поручениях и т.д.? Как долго?	1 — да. 2 — нет. 3 — да, 10 лет	1 — да. 2 — нет. 3 — да, 10 лет	1 — да. 2 — нет. 3 — да (без указания о сроках хранения)	Нет ответа
11.	Существует ли в соответствующей стране закон, направленный на защиту активов (ценных бумаг и денежных	Нет	Да (защищает все операции)	Ответ дан в ответе на вопрос о ликвидации депозитария	Да. Существует закон о защите банковской информации и закон о рынке ценных бумаг



№ п/п	Вопросы анкеты	Страна			Мексиканские Соединенные Штаты (Мексика)
		Республика Чили	Республика Колумбия	Республика Перу	
12.	средств), участвующих в процессе расчетов в ЦД?	Отдельного закона нет, но правила могут быть взяты из закона, направленного на защиту приобретаемых ценных бумаг с помощью систем DCV	Да (ст. 10 и 19 Закона № 964/05)	Да (Закон о рынке ценных бумаг, ст. 115). Тем не менее существует дискуссия по поводу окончательности расчетов по ценным бумагам, блокированным в соответствии с постановлением суда	Да (Закон о платежных системах)
13.	Существует ли в соответствующей стране закон, направленный на защиту учитываемых ценных бумаг в случае банкротства ЦД или его участников?	Да (Закон 18.876, ст. 17 и 19, а также положения того же Закона в ст. 28 и 29)	Да (ст. 10 и 19 Закона № 964/05)	Да (Закон о рынке ценных бумаг, ст. 237 и институциональное положение о клиринге и расчетах, ст. 107)	Да

14.	1) Существует ли ваш ЦД выпуск какого-либо типа сертификатов для учитываемых им ценных бумаг? 2) Существует ли юридическая значимость поданных сертификатов?	1 — да, по запросу от депонентов.  2 — да	1 — да, по запросу от депонентов.  2 — да	1 — да.  2 — да	В связи с тем, что счета депо являются именными, возможность легитимации прав собственности на ценные бумаги существует у руководителя депозитария, с учетом того, что должен быть соблюден баланс учитываемых в ЦД и эмитированных ценных бумаг
15.	Какова обязанность ЦД в отношении налогов на учитываемые им ценные бумаги; например, удержание налогов в случае платежей, связанных с корпоративными действиями или предоставлением инвесторам информации для расчетов обязательств по уплате налогов и другое?	Нет. За исключением отдельных случаев перевода ценных бумаг, имеющих право на получение дивидендов	Нет, но ЦД должен обеспечивать работу системы для обеспечения уплаты налогов на доход	Нет. Участвующие в торгах и связанных с ними процедурах ценные бумаги освобождены от уплаты налогов	Без ответа

Источник: URL: <http://www.acsda.org/en/>.

рынках капитала и соответствующим расчетно-клиринговым системам. В ходе проекта подготовки и реализации первой фазы проекта MIIA были технологически разрешены имевшиеся вопросы, относящиеся к правовой определенности в сфере владения ценными бумагами при трансграничных операциях.

Эта проблема, рассмотренная в свое время в Европе группой Джиованнини (GG) как основной правовой барьер, препятствующий интеграции рынка капитала в ЕС, в рамках проекта MIIA была успешно решена путем установления корреспондентских отношений между ЦД стран-участниц и добровольной гармонизацией внутренних систем учета прав собственности на ценные бумаги.

Опыт MIIA представляет собой интерес для ЕАЭС как работающая региональная модель интеграции частных биржевых рынков, тем более что для реализации была задействована система двусторонних отношений между ЦД стран — участниц проекта, характеристики и регулятивные обстоятельства работы которых близки к условиям функционирования ЦД в ЕАЭС.

#### 3.3. Допуск ценных бумаг эмитентов к биржевой торговле на основе качества их корпоративного управления

Взаимный допуск ценных бумаг эмитентов государств — членов ЕАЭС предполагает известную унификацию условий этого допуска. Целесообразно добиваться этого на основе международно признанных принципов, предполагающих выравнивание биржевых условий листинга ценных бумаг на основе изучения уровня организации их корпоративного управления.

Значимым фактором для инвестиционной привлекательности того или иного рынка капитала является уровень корпоративного управления в компаниях — эмитентах финансовых инструментов, предлагаемых к публичному размещению и обращению на нем. Корпоративное управление охватывает систему взаимоотношений между исполнительными органами акционерного общества, его советом директоров, акционерами и другими заинтересованными сторонами и является инструментом для определения целей общества и средств достижения этих целей, а также обеспечения эффективного контроля за деятельностью общества со стороны акционеров и других заинтересованных сторон<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Информационное письмо Банка России от 10 апреля 2014 г. № 06-52/2463 «О Кодексе корпоративного управления».

В качестве основной цели корпоративного управления обычно рассматриваются создание надежной системы обеспечения эффективного использования средств, предоставленных акционером обществу, и снижение рисков, которые инвесторам трудно или невозможно оценить и (или) которые они не хотят принимать.

Корпоративное управление влияет на ключевые экономические показатели деятельности акционерного общества, оценку его акций инвесторами и на его способность привлекать инвестиционный капитал для своего развития. Совершенствование корпоративного управления необходимо для повышения эффективности деятельности акционерных обществ, увеличение притока инвестиций во все сферы национальной экономики как из внутренних, так и из зарубежных источников.

Как признает, например, Банк России, надлежащее корпоративное управление по ряду причин не может быть обеспечено только нормами законодательства. Во-первых, потому, что законодательство устанавливает только общие обязательные правила. Чрезмерная детализация правовых норм препятствует работе обществ, поскольку каждое из них уникально и особенности его деятельности не могут быть полностью отражены в законодательстве. Законодательство часто либо вообще не содержит норм, регулирующих соответствующие отношения (причем далеко не всегда отсутствие регулирования является пробелом в законодательстве), либо устанавливает общее правило, оставляя за участниками таких отношений возможность выбора варианта поведения. Во-вторых, законодательство оказывается не в состоянии своевременно реагировать на изменения практики корпоративного управления, поскольку внесение изменений в законодательство требует значительного времени<sup>1</sup>. Многие вопросы, связанные с корпоративным управлением, лежат за пределами законодательной сферы и носят, скорее, этический, а не юридический характер. Поэтому принято считать, что публичным компаниям следует действовать в соответствии не только с нормами законодательства, но и с этическими нормами, зачастую более строгими, чем нормы законодательства.

Хотя декларируемой целью применения стандартов корпоративного управления является защита прав и интересов всех акционеров независимо от доли акционерного капитала, которой они

<sup>1</sup> Информационное письмо Банка России от 10 апреля 2014 г. № 06-52/2463 «О Кодексе корпоративного управления».

владеют, известно, что в первую очередь они могут стать инструментом защиты прав миноритариев, зачастую не имеющих иных возможностей влиять на принимаемые в акционерном обществе решения или хотя бы своевременно узнавать о них.

Важно отметить, что на наиболее продвинутых развивающихся рынках капитала эффективные стратегии их развития опираются на обеспечение защиты интересов инвестора в сфере корпоративного управления на уровне, не уступающем, а зачастую превышающем эффективность механизмов защиты в глобальных финансовых центрах. Это убедительно демонстрирует пример фондового рынка Бразилии.

#### **Соблюдение международных принципов корпоративного управления как условие допуска ценных бумаг эмитентов к биржевой торговле<sup>1</sup>**

Как известно, важной международной структурой, оказывающей влияние на развитие мировой экономики, является Организация экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), объединяющая наиболее экономически развитые страны мира. Общепризнанными являются ее подходы к организации корпоративного управления в публичных компаниях или открытых акционерных обществах, соблюдение которых является ключевым с точки зрения общественных интересов фактором, влияющим на включение компаний в листинг мировых бирж. Кроме того, в аналитических материалах ОЭСР проводится качественное обобщение лучшей международной практики бирж в продвижении стандартов корпоративного управления среди эмитентов листингуемых на них ценных бумаг.

*Принцип «соблюдай или объясняй» в отношении корпоративного управления эмитентов, включенных в листинг биржи*

Регуляторы и биржи использовали различные подходы в отношении применения кодексов корпоративного управления эмитентами, включенными в листинг бирж. «Мягкий» стиль регулирования в формате «соблюдай или объясняй» в отношении корпоративного управления впервые начал использоваться в Великобритании

<sup>1</sup> По материалам ОЭСР, февраль 2012 г. См.: *Амиго А., Кристиансен Х.* Роль бирж в корпоративном управлении. Тенденции финансовых рынков. Т. 1. 2009. ОЭСР. [Электронный ресурс] URL: <http://www.oecd.org/dataoecd/3/36/43169104.pdf>.

с включением 11 положений Кодекса Кэдбери (Cadbury Code) в листинговые требования. Идеология подхода «соблюдай или объясняй» заключается в том, что нельзя все компании привести к общему знаменателю и что эмитентам нужна определенная гибкость, чтобы следовать духу указанного Кодекса, а не его конкретным рекомендациям, но при этом необходимо убедительно объяснять отклонения от него.

Несоблюдение требований Кодекса Кэдбери в Великобритании не влечет каких-либо регуляторных санкций или последствий для листинга, так как подход «соблюдай или объясняй» отдает вопросы администрирования применения норм Кодекса на откуп акционерам, которые делают это с помощью рыночных механизмов, таких как ценообразование и голосование на общих собраниях. Данный подход существенно отличается от подхода «твердого права», который позднее начал использоваться в США, наиболее известным элементом которого является Закон Сарбейнса—Оксли (Sarbanes—Oxley Act, SOX) от 2002 г.<sup>1</sup>

Ряд ведущих развитых и развивающихся стран за последние 15 лет последовали примеру США и Великобритании и приняли национальные кодексы корпоративного управления. В большинстве стран использовался подход «мягкого регулирования», как и в Великобритании, хотя многие страны внесли определенные изменения в его функционал.

Подход «соблюдай или объясняй» допускает ряд преобразований в плане уровня раскрытия информации и обеспечения соблюдения установленных требований. Например, публичная компания может быть обязана раскрыть информацию о том, соблюдает ли она отдельные рекомендации кодекса или просто кодекс в целом. В отношении обеспечения исполнения установленных требований возможности бирж или иных регуляторов предъявлять претензии к компаниям, которые не обеспечивают надлежащий уровень раскрытия информации, также варьируются. В большинстве случаев кодексы корпоративного управления (ККУ), построенные по принципу «соблюдай или объясняй», подпадают под определенную форму регуляторного обеспечения исполнения установленных требований, но они также могут подпадать под обеспече-

<sup>1</sup> *Швырков О.* Вводные материалы к техническому семинару ОЭСР. 2012. С. 8. [Электронный ресурс] URL: [http://www.oecd.org/daf/ca/corporate\\_governanceprinciples/50064993.pdf](http://www.oecd.org/daf/ca/corporate_governanceprinciples/50064993.pdf).

ние исполнения установленных требований в основном со стороны акционеров (например, в Голландии), или вопрос обеспечения исполнения установленных требований может быть в той или иной степени отдан на откуп рыночным силам (как, например, во Франции). В большинстве случаев биржи в определенной степени участвуют в мониторинге за процессом обеспечения исполнения установленных требований, хотя, опять же, их способности по осуществлению принудительных действий могут отличаться в зависимости от правовой основы конкретного ККУ и структуры национального регулирования в сфере рынка ценных бумаг.

Очевидно, что наиболее прямые полномочия бирж по обеспечению исполнения установленных требований касаются тех стандартов, которые также инкорпорированы в требования к листингу. Например, в австралийской модели только те рекомендации ККУ, которые являются частью правил о листинге, подпадают под регулярный надзор и принудительные действия со стороны Австралийской фондовой биржи (Australian Securities Exchange, ASX), в то время как иные рекомендации должны соблюдаться на основе правила «соблюдай или объясняй». Нью-Йоркская фондовая биржа (NYSE) также может обеспечить соблюдение своих листинговых требований к применяемым в публичной компании стандартам корпоративного управления посредством направления предупреждения или осуществления делистинга, поскольку стандарты, будучи одобренными Комиссией США по ценным бумагам и биржам (SEC), становятся обязательными для публичных компаний. Аналогичным образом Швейцарская фондовая биржа (SIX) может налагать различные санкции, когда не соблюдаются требования к листингу и положения о его поддержании (включая те, которые касаются вопросов корпоративного управления). Парижская торговая площадка (Euronext Paris) не обладает такими полномочиями по осуществлению принудительных действий, учитывая, что соответствующие рекомендации по корпоративному управлению не являются частью ее правил о листинге и не имеют правового статуса.

Поскольку большинство рекомендаций по корпоративному управлению остается в форме «мягких» правил, то и меры наказания, которые могут быть утверждены биржами за нарушения требований ККУ, в большинстве случаев ограничены. В случаях существенных и продолжающихся нарушений стандартной реакцией биржи будет предложение передать вопрос соответствующему

регулятору рынка ценных бумаг. В перспективе за биржами следует закрепить обязанность раскрывать информацию о любом обязательстве компании следовать передовой практике в сфере корпоративного управления. Это поможет инвесторам точнее оценивать ситуацию в каждой конкретной компании и может отразиться на механизме образования цен на соответствующие финансовые инструменты.

Таким образом, принцип «соблюдай или объясняй» имеет и свои недостатки, связанные с тем, что самостоятельно заявленная эмитентом информация о степени соблюдения установленных требований может быть не полностью достоверной, если не подвергается контролю со стороны бирж. Кроме того, объяснения эмитента о причинах отклонений от рекомендаций соответствующих стандартов корпоративного управления могут не носить содержательного характера.

Также следует отметить, что в настоящее время законодательство Великобритании больше не может рассматриваться в качестве «чистого примера» реализации принципа «соблюдай или объясняй». Режим листинга там был изменен в 2008 г., когда «Стандартный» и «Премиальный» сегменты листинга пришли на смену менее четко разграниченным «Первичному» и «Вторичному» рынкам. Новый «Стандартный» листинг, по сути, привязан к нормам законодательства ЕС о ценных бумагах и не предусматривает обязательство «соблюдай или объясняй», а «Премиальный» сегмент представляет ряд дополнительных «сверхравнозначных» (super-equivalent) «твердых» требований в дополнение к тем, на которые распространяется правило «соблюдай или объясняй». Таким образом, Великобритания пришла к смешанному регуляторному режиму, который представляет собой комбинацию принципов «соблюдай или объясняй» и «добровольного присоединения».

#### *Принцип «добровольного присоединения»*

Альтернатива подходу «соблюдай или объясняй» включает работу по принципу «добровольного присоединения», который позволяет эмитентам самостоятельно выбирать секцию биржи с определенным объемом требований к корпоративному управлению. Преимуществом данного подхода является четкая стратификация эмитентов в отношении стандартов корпоративного управления, так как уровень листинга является гораздо более очевидным призна-

ком для инвесторов, чем содержание отчета о соблюдении рекомендаций, и его значительно легче учитывать при принятии инвестиционных решений. Данный подход также содержит встроенный рычаг по обеспечению соответствия требованиям ККУ, в виде возможности понижения уровня листинга.

Делая вклад в создание структуры корпоративного управления публичных компаний, различные биржи активно предлагают тем из них, акции которых уже котируются на них, стимулирующие меры по принятию на себя более высоких стандартов раскрытия информации.

Возможно, наиболее известным проявлением данного подхода является создание так называемых премиальных сегментов Novo Mercado и Nivel 2 на Бразильской фондовой бирже (BOVESPA) в Сан-Паулу с высокими требованиями к корпоративному управлению. Например, важной инициативой, направленной на компенсацию недостатков судебной системы Бразилии, стало требование о том, чтобы эмитенты, акции которых котируются в сегментах Novo Mercado и Nivel 2, признавали решения биржевого арбитража при корпоративных спорах. Данный подход предусматривает эффективное стимулирование улучшения корпоративного управления для компаний, акции которых уже котируются на биржах, с перспективой включения их финансовых инструментов в соответствующий биржевой индекс.

В дополнение к созданию премиальных сегментов корпоративного управления некоторые биржи также стремятся создавать особые режимы корпоративного управления с помощью систем стандартов, нацеленных на отдельные уровни или сегменты торговли финансовыми инструментами, чтобы удовлетворять потребности в капитале со стороны самых различных публичных компаний.

Примером им служит успех Лондонской фондовой биржи (LSE), которая дифференцировала применение британского ККУ таким образом, что компании, акции которых котируются на альтернативном инвестиционном рынке (Alternative Investments Market, AIM), не подпадают под его действие и под действие Правил листинга регулятора, в то время как компании основного рынка должны соблюдать ККУ на основании принципа «соблюдай или объясняй». В результате компании, акции которых котируются на AIM, должны соблюдать хотя и менее строгие требования в отношении корпоративного управления, но зато те из них, кото-

рые нацелены на базовые элементы вопроса защиты прав акционеров (включая одобрение акционерами крупных сделок).

По схожему пути идет биржа NYSE Euronext, ныне входящая в биржевой холдинг ICE, в ее секции NYSE Alternext, предназначенной для малых и средних компаний четырех юрисдикций (Бельгия, Нидерланды, Португалия и Франция), применяются специальные требования к корпоративному управлению торгуемых эмитентов. Поскольку такие новые биржевые секции не конкурируют со старыми биржами за листинги одних и тех же эмитентов, адаптация существующих требований в сфере корпоративного управления здесь осуществляется в целях соответствия размеру и типу будущих эмитентов. Фактически посредством разнообразных уровней листинга или секций организованной торговли операторы регулируемых рынков помогают улучшить корпоративное управление и прозрачность у мелких и средних эмитентов, инновационных компаний, которые в отсутствие некоторых преференций, наверное, вообще не вышли бы на организованный рынок.

На многоуровневых (многосекционных) организованных рынках их операторы также поддерживают переход компаний из менее урегулированных секций для небольших компаний на их основные рынки и в ряде случаев помогают компаниям, принимающим более строгие стандарты корпоративного управления. Например, Фондовая биржа Торонто (TSX) способствует переходу компаний со своей инновационной площадки Venture Exchange на свой основной рынок с помощью таких стимулов, как, например, освобождение от уплаты пошлин за рассмотрение заявления на листинг или снижение требований к документации.

В дополнение к тому, что биржи играют ведущую роль при разработке национальных ККУ и соответствующих рекомендаций по их применению, некоторые биржи принимают активное участие в проведении мероприятий, направленных на повышение осведомленности эмитентов и инвесторов относительно ценности качественного корпоративного управления. Например, в 2008 г. Варшавская фондовая биржа организовала совместные со своими партнерами в сфере образования обучающие сессии и семинары в целях повышения осведомленности о передовой практике корпоративного управления и Кодексе передовой практики для компаний, акции которых котируются на Варшавской фондовой бирже.

Наконец, альянсы бирж и расширяющаяся их совместная работа помогают распространять стандарты корпоративного

управления на глобальном уровне. Например, биржевая группа NASDAQ OMX активно консультировала биржи в странах Восточной Европы и Ближнего Востока по вопросам усовершенствования прозрачности и улучшения раскрытия информации на своих локальных рынках посредством обмена опытом в этой сфере. Хотя спорным остается вопрос относительно того, приведут ли данные инициативы к регуляторной гармонизации, тем не менее очевидно, что они приведут к потенциальному улучшению стандартов корпоративного управления в странах с переходной экономикой, к которым относятся и государства — члены ЕАЭС.

#### *Принцип прозрачности и раскрытия информации об эмитентах*

Как отмечается в докладе ОЭСР для министров финансов и управляющих центральных банков G20 «Принципы корпоративного управления», обнародованном в сентябре 2015 г.<sup>1</sup>, в большинстве государств значительный объем информации, раскрываемой как в обязательном порядке, так и в добровольном, консолидируется по компаниям, ценные бумаги которых участвуют в публичных торгах, либо по крупным компаниям, не включенным в листинг.

Впоследствии информация распределяется среди большого числа пользователей. Публичное раскрытие требуется, как минимум, на ежегодной основе. В некоторых государствах необходимо раскрытие на полугодовой или квартальной основе или даже более часто (в случае существенных изменений, воздействующих на компанию). Компании (в соответствии с требованиями рынка) часто осуществляют добровольное раскрытие, выходящее за рамки минимально необходимых требований.

Принципы ОЭСР поддерживают своевременное раскрытие информации, осуществляемое между регулярными отчетами. Также поддерживается одновременное информирование о существенной или необходимой информации всех акционеров в целях обеспечения равного отношения к ним.

Требования к раскрытию информации не должны означать необоснованных административных или финансовых затрат для компаний. Компании также не должны раскрывать информацию, которая может повредить конкурентоспособности. Исключение делается только для тех случаев, когда раскрытие необходимо для

формирования полностью информированного инвестиционного решения и исключения ввода инвесторов в заблуждение. Для определения того, должна ли информация раскрываться в минимальном объеме во многих государствах, используется концепция существенности. Существенной информацией является такая информация, изменение или неверное раскрытие которой может повлиять на экономическое решение, принимаемое получателями указанной информации. Существенная информация также может быть определена как информация, которую рациональный инвестор мог бы считать важной при принятии инвестиционного решения или при голосовании.

Жесткий режим раскрытия информации, который способствует действительной прозрачности, является основой для рыночного мониторинга компаний и осуществления акционерами своих прав в соответствии с полученной информацией. Практика показывает, что раскрытие информации может быть мощным инструментом воздействия на поведение компаний и защиты инвесторов. Он помогает привлечению капитала в финансовые инструменты эмитентов, соблюдающих жесткий режим раскрытия. Напротив, мягкий режим раскрытия и непрозрачные практики могут привести к неэтичному поведению и потере надлежащего функционирования рынка при больших издержках не только для компании и ее акционеров, но и для экономики в целом. Недостаточная или нечеткая информация может негативно повлиять на функционирование рынков, увеличить стоимость капитала и в результате привести к ненадлежащему распределению ресурсов. Раскрытие также помогает улучшить понимание обществом структуры и деятельности компаний, корпоративных политик и результативности компании в соответствии со стандартами защиты окружающей среды и этическими стандартами, а также на взаимодействие с сообществами, в которых действуют компании. ОЭСР считает, что акционеры и потенциальные инвесторы имеют полное право требовать доступа к регулярной, надежной и сравнимой информации, содержащей достаточные подробности, для оценки надлежащей работы менеджмента и принятия информированных инвестиционных решений об оценке, собственности и голосовании по акциям.

Принято полагать, что практика раскрытия эмитентами своей финансовой информации по МСФО / US GAAP стала нормой для большинства публичных компаний в мире, хотя национальные

<sup>1</sup> G20/OECD Principles of Corporate Governance. [Электронный ресурс] URL: <http://www.oecd.org/daf/ca/Corporate-Governance-Principles-ENG.pdf>.

подходы к регулированию и листинговые требования сильно отличаются как в отношении сроков и периодичности раскрытия финансовой информации, так и в отношении раскрытия информации о структуре собственности, о корпоративном управлении (включая деликатные вопросы о вознаграждении менеджмента и совета директоров), о рисках, стратегических планах, сделках с заинтересованностью, конфликтах интересов и т.д.

При этом считается, что США сохраняют за собой лидерство в плане установления требований к раскрытию информации эмитентом ценных бумаг. Правила US GAAP для финансовой отчетности предусматривают более детальное раскрытие информации о сделках с заинтересованностью, инвестициях, пенсионных обязательствах и т.д., чем в соответствии с требованиями МСФО. В то же время в отчете к годовому собранию акционеров (для компаний, зарегистрированных в США) раскрывается подробная информация о практике корпоративного управления и, в особенности, о вознаграждении менеджмента, включая выплаты акциями и производными инструментами и иные льготы. В свою очередь, годовой отчет акционерного общества перед SEC по форме 10K включает в себя подробную информацию о его текущей деятельности, стратегии деятельности и рисках для ее реализации. Финансовые результаты деятельности эмитента раскрываются ежеквартально, как правило, в течение 21 дня по завершении отчетного квартала и в большинстве случаев сопровождаются подробным отчетом менеджмента (Management Discussion and Analysis). Основной объем норм в отношении раскрытия информации формулируется на уровне регулятора, однако и у бирж есть возможность вводить собственные дополнительные требования<sup>1</sup>.

Надо заметить, что режимы раскрытия финансовой информации об эмитентах в некоторых развивающихся странах становятся все более и более конкурентоспособными по отношению к развитым рынкам. Хотя все большее число стран переходит на МСФО в качестве основного стандарта, что повышает планку финансовой отчетности во всем мире, биржи некоторых развивающихся стран пошли дальше этого требования для публичных компаний. Например, премиальные сегменты BOVESPA ввели требование о том, чтобы в ежеквартальные отчеты эмитента включалась консолидированная финансовая отчетность с обзором аудитора, а также уста-

<sup>1</sup> Швырков О. Указ. соч. С. 22.

новили ряд требований в отношении информации в сфере корпоративного управления. Требование же бразильской биржи о предоставлении годовой финансовой отчетности по МСФО или US GAAP было введено в ее премиальных сегментах Nivel 2 и Novo Mercado до того, как это было установлено на регуляторном уровне<sup>1</sup>. Гонконгская фондовая биржа (Hong Kong Stock Exchange), в свою очередь, требует от эмитентов предоставления подробной информации о процедурах совета директоров и конфликтах интересов с участием акционеров и директоров.

#### Обновление кодексов корпоративного управления и защита прав инвесторов в странах ЕАЭС

Очевидно, что конкурентоспособность интегрированного рынка капитала государств — членов ЕАЭС напрямую зависит от комфортности для инвесторов юрисдикций, входящих в нее стран. В настоящее время, к сожалению, можно констатировать, что пока рост числа национальных законов не приводит к принципиальному улучшению качества законодательства и правоприменения в сферах корпоративного управления и финансовой деятельности стран Союза. Требуется тщательная ревизия правовых актов, приведение их в соответствие с потребностями развития рынка, ликвидация «прорех» в национальных законодательствах конкретных государств — членов ЕАЭС (например, по вопросам срочного рынка, секьюритизации активов, создания сектора иностранных ценных бумаг и т.п.). Особое внимание необходимо обеспечить созданию надежных гарантий прав собственности на ценные бумаги, совершенствованию корпоративного права, обеспечению прозрачности и законности принятия решений эмитентами финансовых инструментов, без которых национальных и международных инвесторов на евразийский рынок капитала не привлечь. Поэтому необходимо, не дожидаясь гармонизации собственно корпоративного законодательства, способствовать фактическому распространению на территории ЕАЭС единых стандартов корпоративного управления.

Чем лучшего уровня защиты интересов акционеров удастся достичь, тем на большие инвестиции смогут рассчитывать евразийские акционерные общества, что окажет позитивное влия-

<sup>1</sup> Швырков О. Указ. соч. С. 15.

ние на рынки капитала и экономики государств — членов ЕАЭС в целом.

Евразийские институты рынка капитала всегда играли в целом менее активную роль в сфере регулирования корпоративного управления, чем это принято на развитых мировых рынках. Существующие недостатки регулирования в странах Союза сформировали среди частных инвесторов мнение о том, что это рынки с существенными рисками корпоративного управления. Не случайно на биржах государств — членов ЕАЭС отсутствует премиальный сегмент, который могли бы выбирать эмитенты, заявляющие тем самым (под контролем биржи) о приверженности высоким стандартам корпоративного управления. Ряд российских компаний используют для этого иностранные площадки.

Представляется естественным, что наибольшая активность в принятии и продвижении современных стандартов корпоративного управления в жизнь акционерных обществ среди стран ЕАЭС наблюдается в РФ. Значительные темпы роста российской экономики в начале 2000-х гг., улучшение показателей деятельности российских компаний, сопровождавшееся ростом привлекательности их акций, появление существенного числа новых эмитентов ценных бумаг привлекли к ним интерес инвесторов, в том числе портфельных. Это подтолкнуло развитие практики корпоративного управления, проблематика которого в этот период оказалась в центре внимания ФКЦБ России — тогдашнего регулятора российского небанковского финансового рынка. В то время российское законодательство об акционерных обществах было недостаточно развито, а многочисленные примеры нарушения прав миноритарных акционеров и инвесторов при подготовке и проведении общих собраний акционеров, принятии решений о размещении дополнительных акций, размывающих доли акционеров, злоупотребления при проведении крупных сделок и сделок с заинтересованностью снижали интерес отечественных и зарубежных инвесторов к вложению средств в российские компании и подрывали доверие к российскому финансовому рынку<sup>1</sup>. В этих условиях разработка российского ККУ стала важной вехой развития корпоративных отношений в РФ. Его принятие дало российским акционерным обществам базовые ориентиры по внедрению передовых принципов

<sup>1</sup> Информационное письмо Банка России от 10 апреля 2014 г. № 06-52/2463 «О Кодексе корпоративного управления».

корпоративного управления с учетом специфики национального законодательства и сложившейся практики взаимоотношений между акционерами, членами совета директоров, исполнительными органами, наемными работниками и иными заинтересованными сторонами, участвующими в хозяйственной деятельности акционерных обществ. Первый российский ККУ был одобрен на заседании Правительства РФ 28 ноября 2001 г. и рекомендован к применению акционерными обществами распоряжением ФКЦБ России от 4 апреля 2002 г. № 421/р «О рекомендации к применению Кодекса корпоративного поведения».

Он дал необходимые ориентиры акционерам и инвесторам в отношении того, что следует требовать от компаний, и способствовал повышению их активности. Сформировалась группа российских компаний, для которых ККУ стал важным источником для разработки собственных внутренних документов, т.е. фактически внешним стандартом корпоративного управления. В результате ККУ способствовал существенному улучшению ситуации в области корпоративного управления и внедрению его наилучшей практики, улучшению имиджа и инвестиционной привлекательности российских компаний.

Однако с момента принятия ККУ не только мировой финансовый рынок, но и российское корпоративное законодательство, практика корпоративного управления в российских компаниях и арбитражные споры с их участием претерпели значимые изменения. Многие ранее актуальные для российских компаний проблемы, подходы к решению которых предлагались в ККУ, были за это время урегулированы на уровне нормативных правовых актов.

Вместе с тем кризис, охвативший глобальную финансовую систему в 2007—2008 гг., привлек внимание инвесторов и регуляторов к вопросам использования корпоративного управления в качестве важного инструмента обеспечения устойчивости компаний и их долговременного и поступательного развития. К этому времени возможности догоняющего роста российской экономики были исчерпаны, и российские компании столкнулись с необходимостью поиска иных источников и инструментов инвестирования. Не только спекулятивные инвесторы, традиционно преобладавшие на российском рынке, но и портфельные игроки демонстрируют сейчас известную утрату интереса к российским финансовым инструментам. И это несмотря на то, что в последние годы были приняты законы, которые ныне оказывают существенное влияние



на корпоративное управление в России (Федеральный закон «О Центральном депозитарии», изменения в федеральные законы «О рынке ценных бумаг» и «Об акционерных обществах»). Считается, что благодаря принятию указанных законов значительно улучшилась ситуация с переходом прав собственности на акции на организованном рынке, раскрытием информации и прозрачностью российских компаний, выплатой доходов по их ценным бумагам.

Это сформировало объективные предпосылки для обновления ККУ. Новый его вариант для акционерных обществ был совместно разработан Банком России и экспертами Рабочей группы по созданию МФЦ. Участие в этой работе Европейского банка реконструкции и развития и ОЭСР позволило получить оценку и комментарии ведущих международных экспертов в области корпоративного управления<sup>1</sup>.

Положения ККУ, одобренного Банком России 21 марта 2014 г., базируются на международной практике корпоративного управления, его принципах, разработанных ОЭСР, в соответствии с которыми рядом государств в последнее время были приняты соответствующие кодексы и аналогичные им документы, а также на опыте, накопленном в РФ за весь период действия акционерного законодательства.

Применение акционерным обществом положений ККУ является добровольным и основано на его собственном стремлении повысить свою привлекательность в глазах акционеров и потенциальных инвесторов. Это рекомендательный документ, цель которого — сформулировать идеальную модель корпоративного управления. Компаниям не нужно утверждать кодекс, они могут просто начать его соблюдать и указывать на это, например в ежеквартальном отчете. Если какие-то нормы кодекса не соблюдаются, компания может объяснить (тоже в своем отчете), почему это происходит. Принципы и рекомендации, изложенные в ККУ, в соответствии с рекомендациями Банка России (исх. № 06-52/2463 от 10 апреля 2014 г.) адресованы прежде всего акционерным обществам, ценные бумаги которых обращаются на организованных торгах, т.е. в соответствии с новым определением ГК РФ — публичные акционерные общества. Этим обществам рекомендовано осуществлять раскрытие

<sup>1</sup> URL: <http://mfc-moscow.com/assets/files/progress/kodeks/kodeks.pdf>.

информации о соблюдении принципов ККУ и о причинах несоблюдения каких-либо из них.

В новой версии российского ККУ основной акцент сделан на следующем:

- реализация прав акционеров, в том числе путем использования электронных средств для участия в голосовании и получения материалов собрания, а также по защите дивидендных прав акционеров;
- выстраивание эффективной работы совета директоров — определение подходов к разумному и добросовестному исполнению обязанностей членов совета директоров, определение функций совета директоров, организация работы совета директоров и его комитетов;
- уточнение требований к директорам, в том числе к независимости директоров (не менее трети);
- рекомендации по построению системы вознаграждения членов органов управления и ключевых руководящих работников общества, включая рекомендации к различным компонентам такой системы вознаграждения (кратко- и долгосрочной мотивации, выходным пособиям и др.);
- рекомендации по выстраиванию эффективной системы управления рисками и внутреннего контроля;
- рекомендации по дополнительному раскрытию существенной информации о компании и подконтрольных ей организациях и принятых в них внутренних политиках;
- рекомендации по проведению существенных корпоративных действий (увеличение уставного капитала, поглощение, листинг и делистинг ценных бумаг, реорганизация, существенные сделки), позволяющие обеспечить защиту прав и равное отношение к акционерам<sup>1</sup>.

Главная задача нового ККУ — защита прав миноритариев, включая дивидендные права, нарушение которых является одной из причин снижения интереса иностранцев к российскому рынку. Принято считать, что самые злостные нарушители прав миноритариев — госкомпании, а они вряд ли станут применять этот кодекс добровольно. В связи с этим руководитель российского регулятора финансового рынка С. Швецов уже предлагал премьеру Прави-

<sup>1</sup> Информационное письмо Банка России от 10 апреля 2014 г. № 06-52/2463 «О Кодексе корпоративного управления».

тельства РФ Д. Медведеву «навязать» кодекс госкомпаниям через своих представителей в их советах директоров<sup>1</sup>. К сожалению, это предложение пока фактически не реализовано.

Другие страны ЕАЭС пока существенно отстают от РФ в области индикативного регулирования корпоративного управления, в первую очередь потому, что масштабы распространения там акционерной формы собственности на порядки меньше российских. Возможно, имело бы смысл (с некоторыми оговорками) на уровне ЕАЭС придать наднациональный рекомендательный статус российскому ККУ как наиболее современному и учитывающему проблематику глобальной повестки дня для финансовых рынков. Тем более что подобного рода попытка унификации корпоративных требований уже предпринималась в 2008 г. Интеграционным комитетом ЕвразЭС, Совет руководителей уполномоченных органов по регулированию рынков ценных бумаг при котором своим решением № 105 от 7 ноября 2008 г. утвердил Модельный кодекс корпоративного управления<sup>2</sup>. С точки зрения актуальных подходов этот документ является весьма общим сводом ограниченного количества принципов корпоративного управления и давно нуждается в масштабном обновлении.

Практическая необходимость выравнивания подходов к корпоративному управлению эмитентов финансовых инструментов в государствах — членах ЕАЭС базируется на том, что создание ЕБП предполагает, в частности, кросс-листинг ценных бумаг евразийских эмитентов, т.е. вторичный листинг на иностранной бирже компаний, которые уже включены в листинг на домашней фондовой бирже. ОЭСР считает, что это может приводить к неуверенности среди инвесторов по поводу того, какие правила корпоративного управления и положения распространяются на компанию<sup>3</sup>. Последнее может относиться ко всему, начиная от порядка и места проведения ежегодных собраний акционеров до прав миноритариев. В тех случаях, когда основные положения по корпоративному управлению эмитента относятся к юрисдикции, не являющейся юрисдикцией проведения торгов, основные отличия должны быть отмечены.

<sup>1</sup> Папченкова М. Правительство готовит компаниям новый корпоративный кодекс // Ведомости. 2014. 13 февр.

<sup>2</sup> <http://www.evrazes.com/docs/view/193>.

<sup>3</sup> IOSCO Task Force on Cross-Border Regulation. Final Report. September, 2015. [Электронный ресурс] URL: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD507.pdf>.

Согласно исследованиям ОЭСР компании, имеющие кросс-листинг, обычно подчиняются регулятивным нормам той страны, в которой они имеют первичный листинг. В случае вторичного листинга освобождение от соответствия локальным правилам листинга, как правило, предоставляется в связи с признанием иностранной биржи требований к листингу и соответствующих ему требований к корпоративному управлению той (домашней) биржи, на которой компания прошла первичный листинг. Поэтому фондовые рынки должны полностью раскрывать правила и процедуры, применимые к кросс-листингу, и оговаривать возможные исключения от локальных правил корпоративного управления. В связи с этим особенно важным представляется предварить допуск кросс-листинга в ЕАЭС принятием соответствующих гармонизирующих норм, в первую очередь в отношении раскрытия информации об эмитентах, на уровне стандартов корпоративного управления.

Интересным с точки зрения подготовки формирования ЕБП государств — членов ЕАЭС является опыт Ассоциации стран Юго-Восточной Азии (Association of South East Asian Nations, ASEAN) по применению на уровне нескольких соседствующих друг с другом ее членов (в которую входят 10 государств) общих стандартов раскрытия информации об эмитентах и их ценных бумагах. Это связано с одной из особенностей ASEAN как регионального объединения государств, в котором допускается, что только документы самого общего характера включают меры по гармонизации законодательства, распространяющиеся на все страны — участницы ASEAN. В то же время, например, конкретные меры по гармонизации финансовых рынков распространяются только на наиболее развитые в этом отношении страны и т.п.<sup>1</sup> Так, с 1 апреля 2013 г. Комиссия по ценным бумагам Малайзии (Securities Commission Malaysia, SC), монетарное агентство Сингапура (Monetary Authority of Singapore, MAS) и Комиссия по ценным бумагам и биржам (SEC) Таиланда внедрили схему Стандартов раскрытия ASEAN для межстранового предложения акций и долговых ценных бумаг, разработанную в рамках деятельности этой региональной ассоциа-

<sup>1</sup> ОАО «ИК «ЕВРОФИНАНСЫ». Отчет о НИР по первому этапу по теме: «Разработка Стратегии развития финансовых рынков государств — членов ТС и ЕЭП на период до 2025 года». URL: <http://www.eurasiancommission.org/ru/act/finpol/dofp/finance/nir/reports/Documents/Forms/AllItems.aspx>. С. 111.

ции. Указанная схема направлена на упрощение деятельности по привлечению средств на рынке капитала, а также на улучшение условий инвестирования на них. Эмитенты, размещающие акции или долговые ценные бумаги в указанных выше юрисдикциях ASEAN должны соответствовать единому стандарту раскрытия для проспектов ценных бумаг, что должно способствовать сокращению их издержек на продвижение своих ценных бумаг в нескольких юрисдикциях<sup>1</sup>.

### Опыт организации трансграничного обращения ценных бумаг в государствах — членах ASEAN

Одной из особенностей ASEAN как регионального объединения государств является то, что его документы только самого общего характера включают меры по гармонизации законодательства, распространяющиеся на все страны — участницы ASEAN. В то же время, например, конкретные меры по гармонизации законодательства о финансовых рынках распространяются, в первую очередь, на наиболее развитые в этом отношении страны и т.п.<sup>2</sup>

3 марта 2015 г. SC, MAS, SEC, а также биржа Сингапура (Singapore Exchange Securities Trading Limited, SGX) подписали Меморандум о взаимопонимании в целях реализации упрощенного порядка рассмотрения стандартного проспекта ценных бумаг ASEAN<sup>3</sup> (далее — Порядок). В соответствии с Порядком эмитенты, планирующие размещать или включать акции или долговые ценные бумаги в листинг в странах, подписавших Меморандум, могут это делать в соответствии с упрощенным порядком доступа.

В сентябре 2015 г. участвующие в реализации Меморандума юрисдикции опубликовали Руководство для эмитентов, осуществляющих трансграничное размещение и руководствующихся Стандартами раскрытия в соответствии с Порядком.

Данный документ предназначен для помощи эмитентам, желающим осуществить размещение ценных бумаг ASEAN в соответ-

<sup>1</sup> URL: [http://www.theacmf.org/ACMF/webcontent.php?content\\_id=00015](http://www.theacmf.org/ACMF/webcontent.php?content_id=00015).

<sup>2</sup> ОАО «ИК «ЕВРОФИНАНСЫ». Отчет о НИР по первому этапу по теме: «Разработка Стратегии развития финансовых рынков государств — членов ТС и ЕЭП на период до 2025 года». С. 111. [Электронный ресурс] URL: <http://www.eurasiancommission.org/ru/act/finpol/dofp/finance/nir/reports/Documents/Forms/AllItems.aspx>.

<sup>3</sup> Стандартный проспект ценных бумаг ASEAN — проспект, соответствующий стандартам раскрытия ASEAN.

ствии со Стандартами раскрытия Ассоциации в рамках рассматриваемого Порядка. В документе рассматриваются:

- критерии для отнесения эмитентов в качестве соответствующих требованиям Порядка;
- шаги, которые эмитенты должны предпринять для согласования размещения как со стороны национальных уполномоченных агентств, так и со стороны уполномоченных агентств принимающей юрисдикции для трансграничного размещения ценных бумаг ASEAN;
- законодательные и регулятивные требования подписавших Меморандум юрисдикций, применимые к размещению ценных бумаг ASEAN в каждой из юрисдикций.

Порядок распространяется на следующие заявления, подаваемые в уполномоченные агентства в целях осуществления размещения ценных бумаг ASEAN в двух или более подписавших Меморандум юрисдикциях:

- а) заявление на согласование или признание (в зависимости от ситуации) размещения акций или долговых ценных бумаг среди неограниченного круга лиц в юрисдикции, подписавшей Меморандум;
- б) заявление на включение акций или долговых ценных бумаг (не для ознакомительных целей) в основную секцию торгов биржи в одной из подписавших Меморандум юрисдикций; или
- с) заявление на согласование, признание, регистрацию проспекта ценных бумаг в связи с размещением акций или долговых ценных бумаг в подписавшей Меморандум юрисдикции.

Перечень заявлений эмитентов уполномоченным агентствам представлен в табл. 3.3.

Таблица 3.3. Перечень заявлений эмитентов уполномоченным агентствам

Агентство, подписавшее Меморандум	Перечень заявлений эмитентов
Малайзия Комиссия по ценным бумагам Малайзии	(а) Заявление на согласование в соответствии с Законом «О рынках капитала и услугах» 2007 г. (Capital Markets and Services Act 2007, CMSA) процесса размещения акций или долговых ценных бумаг среди неограниченного круга лиц в Малайзии путем включения в листинг и котировки указанных ценных бумаг в основной секции торгов на бирже Малайзии; (б) Заявление на признание в соответствии с Законом

Окончание табл. 3.3

Агентство, подписавшее Меморандум	Перечень заявлений эмитентов
	«О рынках капитала и услугах» процесса размещения долговых ценных бумаг среди неограниченного круга лиц в Малайзии без включения указанных ценных бумаг в листинг и котировки на бирже Малайзии; (с) Заявление на регистрацию проспекта ценных бумаг по размещаемым акциям или долговым ценным бумагам в соответствии с Законом «О рынках капитала и услугах»
Сингапур Биржа Сингапура Монетарное агентство Сингапура	(а) Заявление на включение акций или долговых ценных бумаг в основную секцию торгов на бирже Сингапура в соответствии с Порядком включения в листинг биржи Сингапура и (или) иными требованиями, определенными биржей; (б) Заявление на регистрацию проспекта ценных бумаг по размещаемым акциям или долговым ценным бумагам в соответствии с Законом «О ценных бумагах и фьючерсах» (Securities and Futures Act) (ст. 289)
Таиланд Комиссия по ценным бумагам и биржам Таиланда	(а) Заявление на согласование в соответствии с законом «О ценных бумагах и биржах» 1992 г. (Securities and Exchange Act) размещения эмитируемых акций или долговых ценных бумаг среди неограниченного круга лиц в Таиланде; (б) Заявление на регистрацию и декларацию о дате вступления в силу регистрационного заявления и проспекта ценных бумаг по размещаемым акциям или долговым ценным бумагам среди неограниченного круга лиц в Таиланде в соответствии Законом «О ценных бумагах и биржах»

Эмитент, подавший заявление в соответствии с Порядком, может рассчитывать на его рассмотрение в течение трех-четырех месяцев. В качестве «единого окна» для подачи и рассмотрения проспектов для эмитента и его консультантов рассматривается домашнее уполномоченное агентство, под которым понимается регулирующий орган — подписант Меморандума в домашней юрисдикции эмитента, а также биржа Сингапура (SGX).

Национальное уполномоченное агентство будет координировать процесс рассмотрения с уполномоченными агентствами юрисдикций, принимающих иностранные ценные бумаги к размещению, и готовить обобщенные комментарии по отношению к

раскрытию информации для эмитента и его консультантов в домашней юрисдикции. Иные не относящиеся к раскрытию информации комментарии будут переданы соответствующим уполномоченным агентствам. Тем не менее эмитент должен по отдельности взаимодействовать с каждым из уполномоченных агентств для получения согласований своего включения в листинг соответствующей биржи и осуществления размещения.

Приведенный выше список заявлений не включает заявлений на освобождение от требований к проспектам и правил включения в листинг в подписавшей Меморандум юрисдикции. Подобные заявления должны подаваться одновременно или до подачи заявления домашнему уполномоченному агентству и агентству принимающей стороны (если применимо). Упомянутые заявления на освобождение будут рассматриваться вместе с другими заявлениями (домашнее уполномоченное агентство и агентство принимающей стороны (если применимо) будут стараться принять решения по заявлениям на освобождение одновременно с решениями по другим заявлениям).

Порядок не заменяет национальные положения, относящиеся к процессу допуска ценных бумаг к размещению и обращению в различных подписавших Меморандум юрисдикциях. Например, согласования, признания, регистрация проспектов и (или) включение в листинг акций или долговых ценных бумаг. Порядок позволяет эмитенту, желающему предложить ценные бумаги ASEAN в одной или более подписавших Меморандум юрисдикций, зарегистрировать один проспект ценных бумаг, основывающийся на стандартах раскрытия ASEAN, и воспользоваться преимуществами упрощенного порядка рассмотрения в других странах — подписантах Меморандума.

Эмитент должен соответствовать положениям национального законодательства своей домашней страны — подписанта Меморандума и критериям, установленным в Порядке, чтобы иметь возможность подать указанные выше заявления в уполномоченные агентства в двух и более подписавших Меморандум юрисдикциях в целях осуществления размещения ценных бумаг ASEAN в указанных подписавших Меморандум юрисдикциях с использованием стандартов раскрытия ASEAN. Подобные критерии применяются только в том случае, если эмитент принимает решение воспользоваться вышеупомянутым Порядком.

*Критерии, которым должен соответствовать эмитент ценных бумаг ASEAN при их трансграничном размещении*

1) Эмитент ценных бумаг при их трансграничном размещении в рамках трех стран — участниц ASEAN должен соответствовать следующим критериям:

— эмитент должен быть зарегистрирован в юрисдикции, подписавшей Меморандум;

— у эмитента должна быть существенная связь с одной или большим числом юрисдикций, подписавших Меморандум;

— должны быть соблюдены дополнительные требования, предъявляемые в зависимости от вида ценных бумаг:

а) в случае размещения акций:

— акции должны быть первично включены или будут включены в листинг основной секции торгов, как минимум, одной биржи, расположенной в любой из подписавших Меморандум юрисдикций. В тех случаях, когда эмитент первично включен или планирует быть включенным в листинг основной секции торгов на двух или более биржах в различных подписавших Меморандум юрисдикциях, он должен проконсультироваться с уполномоченными агентствами соответствующих юрисдикций (в которых планируется размещение) до подачи заявлений<sup>1</sup>;

б) в случае размещения долговых ценных бумаг:

— акции эмитента уже первично включены в листинг основной секции торгов, как минимум, одной биржи, находящейся в любой из подписавших юрисдикций. В том случае, если эмитент первично включен в листинг основной секции торгов двух или большего количества бирж в разных подписавших юрисдикциях, эмитент предварительно должен проконсультироваться с уполномоченными агентствами соответствующих подписавших юрисдикций (в которых планируется размещение) до подачи заявления;

— долговые ценные бумаги должны иметь рейтинг международного рейтингового агентства;

— эмитент будет размещать долговые ценные бумаги в своей домашней юрисдикции.

<sup>1</sup> Консультации должны осуществляться в форме письменного обращения эмитента ко всем соответствующим уполномоченным агентствам. Эмитент должен подробно описать свои планы по первичному размещению на более чем одной бирже и получить позицию агентств по поводу того, может ли он действовать в соответствии с Порядком.

2) В свою очередь, для того, чтобы эмитент мог подтвердить наличие устойчивых связей с одной или несколькими подписавшими Меморандум юрисдикций, он должен соответствовать следующим условиям:

— большинство независимых директоров эмитента обычно проживают в одной или нескольких указанных подписавших Меморандум юрисдикциях; либо

— должно соблюдаться одно из следующих условий:

а) лицо или лица, владеющие большинством голосующих акций эмитента, обычно проживают в одной или нескольких указанных подписавших Меморандум юрисдикциях;

б) основные операции эмитента осуществляются в одной или нескольких указанных подписавших Меморандум юрисдикциях.

3) Для целей оценки соблюдения вышеуказанных условий:

— лицо считается обычно проживающим в юрисдикции в том случае, если оно физически находится в данной юрисдикции в течение как минимум 180 дней из 12 месяцев, предшествующих дате заявления;

— основные операции эмитента считаются осуществляемыми в одной или нескольких указанных подписавших Меморандум юрисдикциях в том случае, если:

а) более чем 50% сотрудников на дату заявления находятся в одной или нескольких подписавших Меморандум юрисдикциях;

б) более чем 50% основных средств на дату заявления находятся в одной или нескольких подписавших Меморандум юрисдикциях;

в) более чем 50% выручки в каждом из трех последних финансовых годов обеспечивалось одной или несколькими подписавшими Меморандум юрисдикциями (т.е. были тем государством или государствами, где (согласно финансовой отчетности) было получено более 50% выручки).

*Порядок представления заявлений эмитентом о трансграничном размещении ценных бумаг ASEAN*

Для размещения ценных бумаг ASEAN в двух или большем количестве подписавших Меморандум юрисдикций эмитент должен обратиться в домашнее уполномоченное агентство и в уполномоченное агентство принимающей стороны для согласования/признания/регистрации трансграничного размещения в соответ-

### 3. Интеграция биржевого пространства

вующих юрисдикциях в соответствии с законами и положениями каждой из подписавших Меморандум юрисдикций. Указанные обращения должны быть осуществлены от имени эмитента уполномоченными консультантами, имеющими необходимые согласования регуляторов или лицензии, выданные домашним уполномоченным агентством и уполномоченным агентством принимающей стороны соответственно.

Если эмитент соответствует критериям, установленным согласно Меморандуму, и желает использовать упрощенный порядок рассмотрения своих заявлений, он должен подать их в домашнее уполномоченное агентство и в уполномоченное агентство юрисдикции (юрисдикций), принимающей иностранные ценные бумаги к размещению, одновременно или в уполномоченное агентство принимающей юрисдикции (юрисдикций) в течение одного рабочего дня после подачи заявления в домашние уполномоченные агентства.

Документами, которые эмитент должен подать в домашнее уполномоченное агентство и уполномоченные агентства принимающих сторон, являются:

а) надлежащим образом заполненное заявление по ценным бумагам по форме ASEAN на английском языке;

б) проспект ценных бумаг к размещаемым бумагам, подготовленный в соответствии с требуемым стандартом раскрытия информации ASEAN;

в) все прочие формы и документы, которые могут потребоваться в соответствии с законами и положениями юрисдикции соответствующего уполномоченного агентства, должны быть предоставлены в указанное агентство вместе с подаваемым заявлением. Схема подачи документов организации трансграничного размещения в странах — участницах ASEAN представлена на рис. 3.7.

Домашнее уполномоченное агентство является «Единым окном» для эмитента по получению комментариев по вопросам, относящимся к раскрытию информации о Проспекте ценных бумаг. Иные комментарии, например, относящиеся к заявлению о включении в листинг на бирже в другой подписавшей Меморандум юрисдикции, будут сообщаться соответствующим уполномоченным агентствам.

В соответствии с процессом упрощенного рассмотрения домашнее уполномоченное агентство и уполномоченное агентство юрисдикции, принимающей иностранные ценные бумаги к разме-

### 3.3. Допуск ценных бумаг эмитентов к биржевой торговле

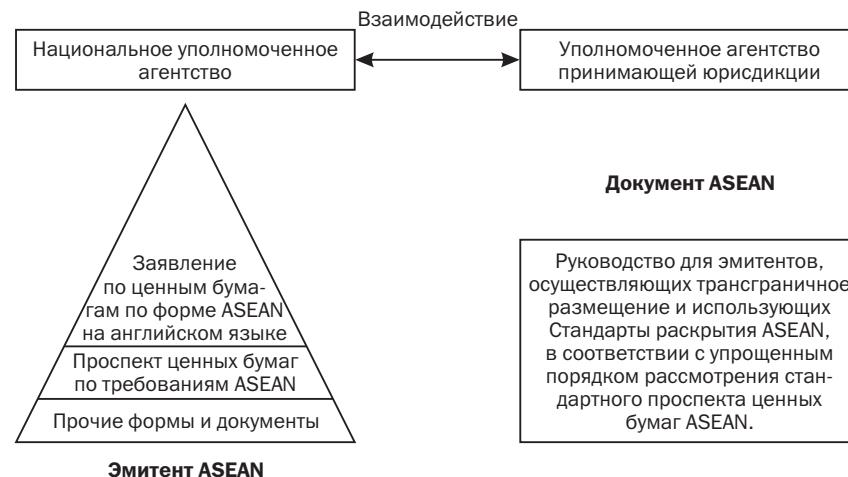


Рис. 3.7. Схема организации трансграничного размещения ценных бумаг в странах — участницах ASEAN

щению, будут координировать рассмотрение поданных заявлений для того, чтобы завершить процесс регистрации/допуска к размещению ценных бумаг и сообщить эмитенту принятые решения, в течение трех-четырёх месяцев с даты одновременной подачи заявлений. Указанный срок является ориентировочным, так как зависит от своевременных и надлежащих ответов эмитента на запросы домашнего уполномоченного агентства и уполномоченного агентства юрисдикции, принимающей ценные бумаги к размещению.

#### *Перевод проспекта ценных бумаг ASEAN*

Предоставляемый в домашнее уполномоченное агентство и уполномоченное агентство принимающей стороны Проспект ценных бумаг ASEAN, являющийся доступным для инвесторов, должен быть переведен на английский язык. Уполномоченное агентство принимающей стороны может потребовать перевод Проспекта ценных бумаг на официальный язык (языки) принимающей юрисдикции. Это позволяет проводить размещение ценных бумаг ASEAN в соответствии с требованиями к раскрытию информации в домашней и принимающей юрисдикции (юрисдикциях), включая требования к языку (языкам), на которых должен быть подго-

товлен Проспект ценных бумаг. В тех случаях, когда Проспект ценных бумаг переводится на официальный язык (языки) принимающей юрисдикции, эмитент должен предпринять меры для обеспечения точного перевода и подтвердить правильность и точность перевода с оригинала.

#### *Соответствие правилам листинга бирж ASEAN*

При трансграничном размещении ценных бумаг ASEAN в двух или более подписавших Меморандум юрисдикциях эмитент может также подать заявление о включении своих ценных бумаг ASEAN в листинг на бирже в соответствующих юрисдикциях. В тех случаях, когда акции эмитента первично размещены на бирже в подписавшей Меморандум юрисдикции, эмитент должен соответствовать требованиям листинга и исполнять обязательства, определяемые указанной биржей и (или) соответствующим уполномоченным агентством. В том числе это обязательства по непрерывному раскрытию существенной информации.

Биржа, на которой акции эмитента вторично включены в листинг, а также соответствующее уполномоченное агентство могут предъявить дополнительные регулятивные требования к эмитенту в случае необходимости. В тех случаях, когда эмитент желает быть первично включенным в листинг сразу на двух и более биржах, он должен заранее проконсультироваться с домашним уполномоченным агентством и уполномоченными агентствами принимающих сторон<sup>1</sup>.

В соответствии с Критериями эмитент, размещающий акции, должен осуществить первичное включение в листинг своих ценных бумаг в основной секции торгов, как минимум, на одной фондовой бирже, располагающейся в любой из подписавших Меморандум юрисдикций (за исключением случая, когда указанные акции уже первично включены в листинг рассмотренным выше образом). Для размещения долговых ценных бумаг акции эмитента уже должны быть первично включены в листинг основной секции торгов, как минимум, на одной фондовой бирже, располагающейся в любой из подписавших Меморандум юрисдикций.

<sup>1</sup> Указанная консультация должна осуществляться в форме письменного обращения эмитента ко всем соответствующим уполномоченным агентствам. Эмитент должен подробно описать свои планы по первичному размещению на более чем одной бирже и получить позицию агентств по поводу того, может ли он действовать в соответствии с Порядком.

#### *Соблюдение требований национальных законодательств при трансграничном размещении ценных бумаг ASEAN*

В связи с разницей в законах и положениях, регулирующих размещение ценных бумаг, в подписавших Меморандум юрисдикциях важным является ознакомление эмитентов и их консультантов с соответствующими законами и положениями в тех юрисдикциях, в которых они планируют размещать ценные бумаги ASEAN. Обобщенная информация о соответствующих законах и положениях подписавших Меморандум юрисдикций содержится в Приложении 5 к Руководству. Подробная информация о соответствующих законах и положениях подписавших Меморандум юрисдикций может быть получена на официальных сайтах регуляторов.

Подписанты Меморандума исходят из того, что эмитенты и их финансовые консультанты должны будут обращаться за юридической консультацией для обеспечения соответствия их деятельности применяемым законам и положениям тех юрисдикций, в которых они планируют размещать ценные бумаги ASEAN.

\* \* \*

Опыт организации допуска иностранных ценных бумаг, в том числе иностранных заемщиков, к трансграничному размещению в трех наиболее развитых странах — участницах ASEAN свидетельствует о возможности такового без специальной гармонизации законодательства об акционерных обществах и ценных бумагах, еще до полной унификации национальных стандартов KY, но на основе уже унифицированных стандартов раскрытия информации и обеспечения прозрачности эмитентов, разрабатываемых совместными усилиями бирж и национальных регуляторов, и унифицированной процедуры подачи и рассмотрения заявлений о допуске ценных бумаг к размещению в нескольких юрисдикциях.

То есть взаимные усилия наиболее продвинутых в сфере рынка капитала стран ASEAN позволяют им быстрее продвинуться к кросс-листингу своих локальных ценных бумаг посредством использования режима взаимного признания (с некоторыми ограничениями), чем это можно было бы ожидать от столь неспешного в вопросах гармонизации законодательства и довольно рыхлого по структуре объединения стран, реализующих свой «азиатский путь» экономической интеграции.

### 3.4. Размещение ценных бумаг на биржах государств — членов ЕАЭС и перспективы трансграничного размещения ценных бумаг в рамках ЕБП

Среди торговых площадок государств — членов ЕАЭС только Россия и в некоторой степени Казахстан могут презентовать существенный по масштабам опыт значимых для экономики публичных размещений корпоративных ценных бумаг (IPO), а также использования механизмов рынка капитала в процессе приватизации. В рамках формирования ЕБП этот опыт можно было бы транспонировать в отношении потенциально интересных евразийским инвесторам эмитентов Армении, Беларуси и Кыргызстана.

Успехи рынка капитала РФ в сфере размещений ценных бумаг в основном относятся к периоду до середины 2014 г. Так, в 2013 г. на МБ прошли успешные размещения акций компаний на общую сумму 184 млрд руб.: IPO самой биржи (15 млрд руб.) и SPO акций банка «ВТБ» (102,5 млрд руб.), IPO АК «АЛРОСА» (43,1 млрд руб.) и др. Иностранные инвесторы приобрели более 80% объема размещения акций самой МБ, что можно расценивать как знак доверия преобразованиям на российском рынке капитала.

Благодаря модернизации процедуры листинга на МБ в феврале 2013 г. стал возможен прямой допуск к торгам иностранных ценных бумаг, а также предусмотрено вхождение таких бумаг в котировальные списки при соответствии определенным требованиям ликвидности и раскрытия информации. Зарубежные эмитенты стали обращать больше внимания на российский локальный рынок ценных бумаг для привлечения капитала и увеличения ликвидности своих ценных бумаг. В 2013 г. на МБ провели размещение две компании с «иностранной» пропиской — Polymetal International и QIWI Plc, а также допущен к торгам первый в России ETF-фонд — FinEx Tradable Russian Corporate Bonds UCITS ETF.

3 июня 2014 г. к торгам на МБ по классу А ценных бумаг были допущены акции российского интернет-поисковика «Яндекс». По мнению экспертов, одной из возможных причин его выхода на российский рынок могло стать желание компании попасть в индекс MSCI Russia торгуемых в домашней юрисдикции отечественных ценных бумаг, который служит ориентиром для многих международных инвесторов, вкладывающих деньги в российские активы<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> URL: <http://www.gazeta.ru/business/2014/06/02/6057041.shtml>.

Другой причиной выхода на МБ могли стать и возросшие политические риски обращения бумаг «Яндекса» в США. Как известно, в мае 2011 г. «Яндекс» провел IPO на американской бирже NASDAQ, разместив акций на 1,3 млрд долл. при оценке всего бизнеса в 8 млрд долл. На данный момент на NASDAQ торгуется более 70% акций «Яндекса». Текущая капитализация «Яндекса» — около 5,1 млрд долл.<sup>1</sup>, free float — 66 млн акций<sup>2</sup>. Надо полагать, что в данном случае возымели свое действие и неоднократные призывы вице-преьера Правительства РФ И. Шувалова в 2013—2014 гг. к перерегистрации публичных компаний с российскими активами на МБ и возможное влияние санкций Запада на котировки ценных бумаг российских эмитентов на американских и английских торговых площадках<sup>3</sup>.

Однако надо иметь в виду, что иностранные инвесторы сейчас неохотно идут в рублевые инвестиции, так как при достаточно высокой доходности присутствует значительный страновой (политический и валютный) риск. Эмитентам же логично принимать решение о масштабах и темпах возврата оборота своих бумаг в российскую юрисдикцию исходя из того, ждет ли их здесь внутренний инвестор с достаточными финансовыми ресурсами, способными заместить те объемы, которые они потеряют в Лондоне и Нью-Йорке. Сегодня внутренних ресурсов для репатриации эмитентов в Россию явно недостаточно. Поэтому без укрепления позиций внутреннего институционального инвестора возврат эмитентов в российскую юрисдикцию будет иметь скромный по масштабам и политически вынужденный, нерыночный характер, сопровождаемый, скорее всего, высокой волатильностью котировок, что и наблюдалось в первые дни торгов бумаг «Яндекса» на МБ<sup>4</sup>.

Это, например, подтверждается и тем, что почти сразу за частичной репатриацией «Яндекса» российская платежная система КИВИ ПиЭлСи (QIWI Plc) в июне 2014 г. начала вторичное размещение акций параллельно на двух площадках: МБ и NASDAQ. В рамках SPO компания QIWI Plc продала 7 млн 973 тыс. 330 акций класса Б, размещаемых в форме американских депозитарных акций (ADS), из них 1 млн 993 тыс. 330 акций были размещены ком-

<sup>1</sup> URL: <http://www.nasdaq.com/symbol/yndx>.

<sup>2</sup> URL: <http://www.nasdaq.com/symbol/yndx/institutional-holdings>.

<sup>3</sup> Александров Д. Еду я на родину // Профиль. 2014. 11 апр. № 856 (14).

<sup>4</sup> URL: <http://www.rbc.ru/economics/05/06/2014/928565.shtml>.



панией, а 5 млн 980 тыс. акций — акционерами. Таким образом, в ходе SPO компания привлекла 79,7 млн долл., а акционеры продали своих акций на 239,2 млн долл.<sup>1</sup> Таким образом, акционеры QIWI Plc предпочли осуществить выход из части своей собственности в «живые» деньги по американскому праву.

В 2014 г. также прошло успешное SPO Банка «ФК Открытие» (21,4 млрд руб., в рамках размещения дополнительной эмиссии, проходившей по открытой подписке на МБ). К сожалению, в 2015 г. можно отметить лишь сравнительно небольшое по объему первичное размещение на МБ акций ПАО «Научно-производственная корпорация «Объединенная вагонная компания» на сумму 9,0 млрд руб. (было реализовано 12,2% акций).

Приходится признать, что главным дестимулирующим фактором для проведения значимых первичных размещений ценных бумаг в России, после того как все вопросы с созданием централизованной системы учета, централизованного клиринга и торговли в режиме T + 2 были решены в течение 2012—2014 гг., остается политическая нестабильность в отношениях РФ с Западом как основным (до последнего времени) источником вложений для российского рынка капитала. Поэтому в 2015 г. размещений акций даже иностранными владельческими структурами российского бизнеса на МБ не проводилось.

В случае деэскалации ситуации на востоке Украины, в виде сохранения соответствующей сдержанности в политике российского руководства, значимость этого фактора может значительно уменьшиться.

Без этого трудно рассчитывать и на то, что новые программы приватизации, о необходимости которых регулярно высказываются руководители государств, входящих в ЕАЭС, будут реализовываться с использованием инструментария рынков капитала. При этом, с одной стороны, привлекательность акций любых российских предприятий в текущих политических обстоятельствах вряд ли достаточна для коммерческого успеха их приватизации, с другой — решения о приватизации крупных объектов государственной собственности, включая продажу пакетов акций стратегическим иностранным инвесторам, в РК и РБ всегда принимаются с большим трудом.

<sup>1</sup> URL: <http://quote.rbc.ru/news/fond/2014/06/23/34174040.html>.

Тем не менее в РК в 2012 г. такие решения были приняты в форме программы «Народного IPO». Акционерное общество (АО) «КазТрансОйл» стало первой компанией, разместившей свои акции в рамках Программы «Народное IPO». В ходе подписки простые акции АО «КазТрансОйл» приобрели 10 накопительных пенсионных фондов и 33 989 граждан Республики Казахстан. Объем размещения составил 27,8 млрд тенге (187,4 млн долл). За шесть месяцев с момента размещения акций компании на KASE акции «КазТрансОйл» выросли на 16,7% — с 725 тенге до 846 тенге за акцию. В конце 2012 г. АО «Kcell» — ведущий оператор сотовой связи в Казахстане — также провел продажу простых акций компании на Казахской и на Лондонской фондовых биржах. Общий объем размещения составил 525 млн долл. США. Исходя из цены предложения, рыночная капитализация «Kcell» составляла 2,1 млрд долл. США (или 315,7 млрд тенге) на момент листинга<sup>1</sup>. В Казахстане было привлечено порядка 7,5 млрд тенге, или около 10% от предложенного. Успехи размещений послужили основанием для включения указанных ценных бумаг в индекс KASE. Этот опыт ждал своего закрепления в анонсированном продолжении программы «Народного IPO» в 2014—2015 гг., но этого так и не произошло.

В РБ первое «Народное IPO» проходило со 2 мая по 15 июня 2012 г. Во время этого IPO ОАО «Минский завод игристых вин» совершил 863 сделки, было куплено 164 704 акций на сумму 28,238 млрд бел. руб. (3,4 млн долл.), что составило 68,63% от всего выпуска (240 тыс. акций)<sup>2</sup>. В июле — сентябре 2014 г. на Белорусской валютно-фондовой бирже была предпринята попытка размещения акций ОАО «Гомельский жировой комбинат». За указанный период были проданы лишь 22 603 простых акций дополнительного выпуска на сумму 424,9 млн бел. руб. Таким образом, в ходе IPO «Гомельский жировой комбинат» смог реализовать всего 0,6% акций дополнительной эмиссии. По мнению экспертов, основная причина неудачи состоит в том, что на биржу выставлялись акции убыточной организации и вряд ли они были изначально интересны потенциальным инвесторам<sup>3</sup>.

В Армении первое IPO прошло в начале 2009 г. ОАО «Арцах ГЭС» осуществило первичное размещение акций, в результате ко-

<sup>1</sup> URL: <http://mln.kz/content/kcell-ne-zabudte-pro-dividendy>.

<sup>2</sup> URL: <http://www.ipo.of.by/mziv/novosti/~shownews/belta180612>.

<sup>3</sup> URL: <http://www.interfax.by/news/belarus/1178234>.

торого 862 074 акции компании были приобретены 1111 местными и зарубежными инвесторами. В конце 2011 г. ЗАО УКО «Национальная ипотечная компания» осуществила первичное размещение акций на бирже NASDAQ OMX Армения на сумму 1 млрд драм (около 2,4 млн долл.)<sup>1</sup>. В 2015 г. на этой бирже прошло IPO Юнибанка, в ходе которого размещено 10,7 млн акций и привлечено 2,455 млрд драмов<sup>2</sup>.

В Кыргызской Республике IPO до настоящего времени не проводились.

Так или иначе, но есть основания предполагать, что использование механизма первичного и вторичного публичного размещения акций могло бы быть более востребовано эмитентами евразийских юрисдикций, если бы они могли рассчитывать на участие в размещении инвесторов других стран Союза в рамках функционирования ЕБП.

\* \* \*

Для успешного и одновременного проведения IPO на торговых площадках в разных юрисдикциях формирующегося ЕБП необходима политическая стабильность, экономическая определенность и работающие правовые институты, в первую очередь независимая судебная система, т.е. как раз то, что, по мнению ряда экспертов, отсутствует на данный момент в ряде государств — членов ЕАЭС. Большинство из них и раньше не относились к энтузиастам этого способа привлечения частных инвестиций в национальные экономики, в том числе в рамках программ приватизации. Однако с точки зрения новых положительных примеров публичных размещений для рынков капитала государств — членов ЕАЭС можно предположить, что в нынешних условиях их, скорее, могли бы дать эмитенты РК, чем РФ. В целях же формирования ЕБП необходимо, как минимум, применить для трансграничных размещений ценных бумаг режим ограниченного взаимного признания по методологии, например, трех стран — участниц ASEAN.

<sup>1</sup> URL: [http://guu.ru/files/dissertations/2015/04/petrosyan\\_s\\_a/dissertation.pdf](http://guu.ru/files/dissertations/2015/04/petrosyan_s_a/dissertation.pdf).

<sup>2</sup> URL: <http://regnum.ru/news/economy/1993889.html>.

## 4

### Специализированные финансовые институты для евразийской системы финансовых центров и ЕБП

4.1. Специализированные финансовые суды / 4.2. Возможности развития института специализированного финансового суда в интересах формирования евразийской системы финансовых центров и ЕБП / 4.3. Создание систем раскрытия финансовой и корпоративной информации ЕАЭС и евразийских рейтинговых агентств как дополнительные факторы формирования ЕБП

#### 4.1. Специализированные финансовые суды

Одним из важнейших условий становления любого нового финансового центра, позволяющим значительно повысить инвестиционную привлекательность рынка и принести на него дополнительную ликвидность, сегодня признается создание специализированного суда, призванного качественно и оперативно разрешать споры, возникающие в данной сфере. Эта идея была отражена в Плане мероприятий («дорожная карта») по созданию международного финансового центра в Российской Федерации (утв. распоряжением Правительства РФ от 11 июля 2009 г. № 911-р), п. 38 которого предусматривает создание в системе федеральных арбитражных судов специализированного финансового суда.

В связи с этим интерес вызывает опыт нескольких стран, пошедших по пути создания таких судов и добившихся определенных успехов. Например, в Ирландии Коммерческий суд (Commercial Court, также известный как High Court Commercial List) является подразделением Высокого суда (High Court) Ирландии и был создан в 2004 г. в Дублине в рамках проекта по созданию МФЦ<sup>1</sup>.

В соответствии с Правилами гражданского судопроизводства (главой, регулирующей производство в Коммерческом суде) в этом суде рассматриваются споры, сумма иска (встречного иска) по ко-

<sup>1</sup> URL: <http://www.courts.ie/Courts.ie/library3.nsf/pagecurrent/76DD1C1529C6EC7E80257401003D3BD6?opendocument>.

торым составляет не менее 1 млн евро<sup>1</sup>, возникшие в связи со строительством, куплей-продажей товаров, экспортом или импортом товаров, перевозкой грузов по суше, морю, воздуху или поставкой через трубопровод, использованием нефтяных и газовых запасов и других природных ресурсов, страхованием и перестрахованием, оказанием услуг, деятельностью бирж, операциями по ценным бумагам, акциям или иным финансовым и инвестиционным инструментам, строительством любых транспортных средств, включая судна и самолеты, агентированием, а также жалобами на арбитражные решения.

Судья может принять к рассмотрению и спор, сумма иска по которому меньше установленного минимума. Отличительной чертой Коммерческого суда в Дублине стало сокращение сроков судебного разбирательства.

С точки зрения перспектив создания специализированного финансового суда в интересах развития евразийской системы финансовых центров интерес также представляет суд, который был учрежден в Дубае в рамках МФЦ, действующего к тому же в режиме свободной экономической зоны (СЭЗ)<sup>2</sup>.

Создание МФЦ в Дубае (Dubai International Financial Centre, DIFC), основанного в 2004 г., потребовало даже внесения поправок в Конституцию ОАЭ. Законом № 8 (2004) DIFC был признан СЭЗ со своим гражданским и коммерческим законодательством (основанным на английском законодательстве), хотя вместе с тем на него распространяется уголовное и административное право ОАЭ. Официальным языком DIFC является английский. Интересно заметить, что проект DIFC реализуется в форме самостоятельного микрогорода с офисами, магазинами и жилыми кварталами.

Суд DIFC позиционируется как целая независимая судебная система — Суды DIFC (DIFC Courts)<sup>3</sup>. Он создан в соответствии с двумя законами: Законом № 12 (2004 г.), установившим юрисдикцию этого суда и независимое отправление правосудия в DIFC, и Законом № 10 (2004 г.), закрепившим полномочия, процедуры,

<sup>1</sup> Обсуждается возможность увеличения нижнего порога суммы иска до 2 500 000 евро.

<sup>2</sup> Рожкова М. А., Афанасьев Д. В. К вопросу о создании в России специализированного финансового суда // Вестник Высшего Арбитражного Суда РФ. 2011. № 2.

<sup>3</sup> URL: <http://www.difccourts.ae>.

функции и управление Судом DIFC. Судопроизводство в Суде DIFC ведется на английском языке.

В рамках Суда DIFC предусмотрены сразу две инстанции: дело рассматривается единолично судьей Суда DIFC в качестве суда первой инстанции, но вынесенное решение может быть пересмотрено в апелляционном порядке в том же суде тремя судьями с участием председателя Верховного суда или самого старшего судьи в качестве председательствующего. При этом в состав Суда DIFC в 2014 г. входили 11 судей, в том числе трое бывших английских судей, двое судей из Малайзии, бывший судья Высокого суда Новой Зеландии, судья из Австралии и трое арабских судей. Возглавляет Суд DIFC крупный правовед из Сингапура — Майкл Хванг. Кроме того, в 2007 г. в составе Суда DIFC был создан Трибунал мелких исков, рассматривающий требования до 100 000 дирхам ОАЭ (около 26 тыс. долл.).

С 2007 г. по настоящее время в Суде DIFC рассмотрено свыше 400 дел. В силу ст. 18 Закона № 10 при рассмотрении любого дела Суд DIFC может привлечь одного или нескольких независимых экспертов-заседателей (assessors), являющихся высококвалифицированными специалистами по вопросам, рассматриваемым по делу. При вынесении решения, основанного на заключении эксперта-заседателя, судья должен четко указать в своем решении, какие рекомендации эксперта-заседателя и в какой степени были учтены при вынесении решения.

Юрисдикцией Суда DIFC охватываются все споры, касающиеся действующих на территории DIFC частных лиц и публичных органов, сделок, по которым исполнение или результат хотя бы в части связаны с территорией DIFC, дела о возмещении ущерба. Кроме того, в этом суде допускается оспаривание актов публичных органов DIFC.

Апелляционная инстанция Суда DIFC рассматривает апелляции, поданные на решения, вынесенные судом первой инстанции DIFC, а также толкует законы, действующие на территории DIFC, причем такое толкование имеет силу закона. Решения апелляционной инстанции Суда DIFC не могут быть обжалованы.

Заслуживает внимания и сравнительно недавно созданный в рамках развития МФЦ в Шанхае специализированный суд в области инвестиций. Он был учрежден в 2008 г. в рамках системы народных судов Китая (судов общей юрисдикции), его официальное название — Шестой гражданский суд народных судов Пудуна

(Sixth Civil Court of Pudong People's Court): Пудун — район Шанхая, где действует режим свободной экономической зоны и расположен МФЦ<sup>1</sup>.

К компетенции этого суда относятся споры в отношении сделок с ценными бумагами, споры в области банковской, биржевой и страховой деятельности, коммерческие сделки, если сумма иска не превышает 50 млн юаней (примерно 7 млн долл.), а также экономические преступления и административные правонарушения в финансовой сфере, если сумма ущерба по делу составляет менее 50 000 000 юаней. Дела, в которых сумма иска (сумма ущерба) превышает названные цифры, рассматриваются вышестоящей инстанцией народных судов Шанхая.

В Шестом гражданском суде народных судов Пудуна работают судьи, прошедшие специальное обучение, имеющие соответствующую специализацию, которой не обладают судьи обычных народных судов Китая. При этом данный суд публикует выносимые решения. Это создает предпосылки к тому, чтобы финансовые учреждения Шанхая обращались за разрешением спора именно в этот суд, а не стремились провести судебное разбирательство или арбитраж, например, в Гонконге или Сингапуре.

Очевидно потому, что опыт работы специализированных финансовых судов на развивающихся рынках оказался достаточно впечатляющим, решение о создании их английского аналога летом текущего года было принято и Великобритании. К этому английские власти, в первую очередь, побудили, конечно, статус Лондона как одного из ведущих МФЦ, а также большее количество дел, относящихся к финансовым услугам в английских судах (около 40% всех дел, которые рассматриваются в коммерческом, технологическом, строительном судах и в канцелярии суда Лондона).

С 5 октября 2015 г. финансовые разбирательства, создающие прецеденты для поведения на рынке или имеющие объем претензий более 50 млн фунтов могут быть рассмотрены в Лондоне под председательством лиц из так называемого финансового списка<sup>2</sup>, состоящего из судей, специализирующихся в данной сфере. Таким образом, такие непростые рынки, как рынок производных финан-

<sup>1</sup> URL: <http://www.hshfy.sh.cn/shfy/gweb/index.html>.

<sup>2</sup> *Financial List at the High Court in London* — Финансовый список Высокого суда Лондона. [Электронный ресурс] URL: <http://www.legalbusiness.co.uk/index.php/lb-blog-view/4426-uk-to-strengthen-global-grip-on-financial-disputes-with-autumn-launch-of-specialist-banking-court>.

совых инструментов, рынок форекс и товарные рынки теперь будут относиться к компетенции нового финансового суда, решения которого станут источником правовых прецедентов по спорам по сделкам с новыми финансовыми продуктами.

Лорд Томас — главный судья Англии и Уэльса — содействовал созданию специализированного суда в надежде на то, что последний «обеспечит необходимую среду для надлежащего развития финансовой деятельности». Он отметил, что новый режим рассмотрения финансовых споров, в частности, обеспечит осуществление банками своей деятельности «с пониманием своих прав и обязанностей по отношению к рынку»<sup>1</sup>.

Новый финансовый суд будет осуществлять процедуру рассмотрения спорных рыночных вопросов, не имеющих прецедентов в английском праве. В состав группы судей, которые будут председательствовать по указанным выше делам и включенных в «финансовый список», входит пять человек из состава коммерческого суда и пять из отдела канцелярии Высокого суда Лондона. Соответствующие дела будут рассматриваться назначенным из их числа судьей, который будет вести их, начиная с досудебной стадии, на стадии собственно суда и также правоприменения.

Наличие отдельного перечня дел, по отношению к которым судьи, обладающие квалификацией в вопросах споров по сделкам с финансовыми инструментами, будут председательствовать на судебных процессах, только повысит привлекательность Лондона и как места разрешения правовых споров, и как МФЦ. Подобная концентрация квалификации и опыта поможет обеспечить большую степень уверенности потенциальных истцов, включая инвесторов, в том, что они получают честное и обоснованное решение по финансовым спорам<sup>2</sup>.

\* \* \*

Международный опыт функционирования специализированных финансовых судов свидетельствует, что процессы формирования евразийской системы финансовых центров и ЕБП госу-

<sup>1</sup> *Bowcott O.* New financial court to hear UK and international market cases // *The Guardian*. 10.07.2015. [Электронный ресурс] URL: <http://www.theguardian.com/law/2015/jul/10/new-financial-court-to-hear-uk-and-international-market-cases>.

<sup>2</sup> URL: <http://www.legalbusiness.co.uk/index.php/lb-blog-view/4721-the-gates-to-open-for-new-financial-court>.

дарств — членов ЕАЭС могли бы получить важную опору в случае создания системы специализированных финансовых судов для урегулирования споров между участниками рынка капитала и инвесторами разных стран Союза, возникающих как в ходе совершения сделок на интегрированном рынке капитала ЕАЭС, так и по ходу осуществления корпоративного управления эмитентами ценных бумаг, торгуемых в рамках ЕБП.

#### 4.2. Возможности развития института специализированного финансового суда в интересах формирования евразийской системы финансовых центров и ЕБП

На постсоветском пространстве первым специализированным финансовым судом стал суд, учрежденный в РК при создании РФЦА<sup>1</sup>.

Отметим, что в Казахстане суды, рассматривающие споры в сфере предпринимательской и иной экономической деятельности, не выделены в отдельную ветвь судебной власти.

В 2006 г. был принят Закон РК «О региональном финансовом центре города Алматы», а затем Указом Президента РК от 17 августа 2006 г. был образован Специализированный финансовый суд Алматы, уполномоченный рассматривать инвестиционные, налоговые, а также любые гражданско-правовые споры, одной из сторон по которым является участник РФЦА.

Таким образом, Специализированный финансовый суд Алматы был создан и действует как государственный суд, входящий в единую судебную систему РК. Он должен был рассматривать споры между профессиональными участниками рынка ценных бумаг, имеющими статус участников РФЦА; дела об обжаловании участниками финансового центра действий (бездействия) его органов (должностных лиц); дела о реструктуризации финансовых организаций, а также любые иные дела, если участником спора является участник РФЦА<sup>2</sup>. В частности, компетенция Специализированного финансового суда Алматы распространялась на земельные, трудовые и имущественные споры, в которые вовлечены участники Регионального финансового центра в Алматы.

<sup>1</sup> URL: <http://www.rfca.kz>.

<sup>2</sup> Причем юрисдикция Специализированного финансового суда Алматы носит экстерриториальный характер и охватывает всю территорию Казахстана независимо от места совершения оспариваемого факта или местонахождения другой стороны процесса, т.е. главным критерием для определения юрисдикции является субъектный состав спора.

При этом обычно поясняется, что Специализированный финансовый суд Алматы был создан с тем, чтобы гарантировать инвесторам индивидуальный подход, при котором их делами будет заниматься специализированный суд, знакомый со спецификой финансового рынка<sup>1</sup>.

Специализированный финансовый суд Алматы был образован в составе шести судей. При этом его создание не потребовало принятия специального закона. Только Гражданский процессуальный кодекс был дополнен несколькими положениями, которые позволили Специализированному финансовому суду Алматы осуществлять его деятельность.

Для удобства иностранных инвесторов судопроизводство в Специализированном финансовом суде Алматы может вестись не только на казахском и русском языках, но и на английском языке. Дела о реструктуризации обязательств рассматриваются в ускоренном порядке (в течение пяти дней), на все остальные дела распространен общий срок рассмотрения.

Вначале Специализированный финансовый суд Алматы имел статус областного суда, решения которого можно было обжаловать только в Верховном суде Казахстана (причем Верховный суд Казахстана, как правило, оставлял без изменений практически все решения финансового суда). Однако в результате реформы судебной системы Казахстана в 2010 г. Указом Президента РК от 29 декабря 2009 г. № 910 «Об образовании и упразднении некоторых специализированных судов Республики Казахстан» статус Специализированного финансового суда Алматы был снижен до уровня районного суда Алматы, что отражало ранее упоминавшуюся «пробуксовку» в развитии РФЦА. К сожалению, увеличилось и количество инстанций, в которых может быть обжаловано решение этого финансового суда, что снизило его привлекательность для потенциальных истцов (теперь это апелляция, кассационная и надзорная инстанции).

К недостаткам деятельности Специализированного финансового суда Алматы относится то, что его судебные акты не являются общедоступными (доступ для общественности практически исключен), не размещаются на каких-либо сайтах и не публикуются.

<sup>1</sup> Интервью судьи Специализированного финансового суда Алматы Д. А. Шиппа. [Электронный ресурс] URL: <http://www.docme.ru/doc/344254/%C2%ABtrojka-dialog%C2%BB-predostavlyayet-promezhutochnoe----deloitte>.

Собственный сайт финансового суда работает нестабильно. В настоящее время можно ознакомиться лишь с некоторыми постановлениями Верховного суда РК, вынесенными по результатам обжалования решений Специализированного финансового суда Алматы и опубликованными в «Бюллетене Верховного суда Республики Казахстан». Отсутствие информации о практике применения законодательства сильно снижало уровень доверия к этому суду и не позволяло прогнозировать его судебную практику<sup>1</sup>.

Однако после принятия в РК Плана совместных действий Правительства РК и Национального Банка РК по созданию и развитию Международного финансового центра «Астана» на долгосрочную перспективу, утвержденного 30 мая 2015 г. № 393 во исполнение соответствующего Указа Президента РК институт специализированного финансового суда должен получить здесь новый импульс.

Указанным Планом определено, что полноценное развитие МФЦА в качестве конкурентоспособного регионального центра с активным привлечением международных инвесторов и компаний невозможно без обеспечения международного стандарта права. Такой стандарт должен обеспечиваться распространением английского прецедентного права на территории МФЦА, а также его применением при рассмотрении споров между участниками рынка и органами государственной власти РК.

В качестве образца распространения английского права был выбран DIFC, опыт которого решено использовать в МФЦА. Планируется формирование специальной юрисдикции в рамках Конституции РК на территории МФЦА с собственным коммерческим и гражданским правом, воспроизведенным по образцу английского права, на английском языке (во избежание разночтений) и отсылкой к первоначальному источнику в английском праве в случае неопределенности. Таким образом, обязательным элементом защиты прав участников МФЦА декларируется создание независимого финансового суда, обеспеченного квалифицированными судьями с опытом практической деятельности в странах с юрисдикцией английского права (Сингапур, Дубай, Гонгконг).

Предполагается, что независимая юрисдикция МФЦА, основанная на английском праве, будет распространяться на основные направления права деятельности субъектов/участников МФЦА:

<sup>1</sup> URL: <http://www.zakon.kz/4507110-jurisdikcija-finansovogo-suda-kajirat.html>.

гражданское, коммерческое, корпоративное право, регулирование трудовых правоотношений, рынка ценных бумаг, доверительного управления. Право РК при этом должно будет продолжать распространяться на вопросы, связанные с миграцией, уголовным правом. Кроме того, рассматриваются два промежуточных варианта планируемого перехода на новую систему права:

— «контрактование» одной из юрисдикций английского права, например DIFC — разработка типовых договоров по образцу договоров, применяемых DIFC, и рассмотрение споров участников в судах DIFC (наиболее быстрый для внедрения и среднетратный вариант);

— распространение норм английского права на участников МФЦА, юридических лиц, зарегистрированных на территории СЭЗ МФЦА, внесенных в соответствующий реестр исполнительного органа МФЦА, осуществляющих операции из перечня, утвержденного Правительством РК по представлению НБ РК. При этом необходимо отдельно разработать и утвердить критерии определения участников МФЦА и внесения их в реестр. Споры по операциям, подпадающим под распространение норм МФЦА в данном контексте, будут в рамках английского (англосаксонского) права.

Нетрудно заметить, что распространение английского права в любой форме на рынке капитала РК вступает в противоречие с концепцией гармонизации законодательств государств — членов ЕАЭС, если, конечно, не понимать под ней гармонизацию по английскому праву. С другой стороны, сама радикальность подхода РК к рассматриваемому вопросу заставляет задуматься о цене политических обстоятельств, в которых оказалась РФ, для ее финансового рынка и для будущего рынка капитала ЕАЭС.

Тем не менее, принимая во внимание особенности ситуации на финансовых рынках и специализированных финансовых судов в разных странах, рассмотрим некоторые аспекты создания такого суда в РФ как стране с наиболее развитым на территории ЕАЭС рынком капитала.

По мнению председателя Правительства РФ Д. А. Медведева, «крайне важным является формирование в России конкурентной юрисдикции, что требует эффективной судебной системы. Это комплексная проблема, поскольку предполагает и институциональные решения, и изменения системы образования, и, главное, традиций и практики. Эффективная юрисдикция — задача не менее сложная,

чем эффективная экономика. Но они идут рука об руку, поскольку первая является необходимым условием для второй»<sup>1</sup>.

Поэтому было бы стратегически неверным пытаться идти по одному из путей, рассматриваемых Казахстаном, и пытаться прямо переносить на рынок капитала РФ юрисдикцию иностранного суда, тем самым расписываясь в невозможности и нежелании довести до ума национальную судебную систему. Однако представляется целесообразным использовать иностранный опыт создания специализированных судов в целях ускоренного реформирования порядка рассмотрения споров на финансовых рынках, особенно с участием иностранных, в том числе евразийских, инвесторов.

Учитывая объективную необходимость обеспечить создаваемый в России МФЦ компетентным, эффективным специализированным судом, речь следует вести только о самостоятельном специализированном финансовом суде, а не о возложении дополнительных функций на один из судов, ранее входивших в систему недавно упраздненного в РФ Высшего Арбитражного Суда, которые и до этого с трудом справлялись с чрезмерной нагрузкой по хозяйственным спорам.

По примеру судов финансовых центров Китая и Казахстана специализированный финансовый суд в РФ мог бы входить в систему государственных судов (компетенция которых распространяется на экономические споры), являясь при этом отдельным судом, действующим по месту нахождения международного финансового центра. Создание полноценного государственного суда, имеющего соответствующую специализацию и компетенцию, продемонстрирует участникам МФЦ, в том числе иностранным инвесторам, значительное внимание государства к вопросу защиты их прав, гарантируя международный признаваемый правовой подход в решении споров с учетом специфики рынка капитала.

Исходя из мировой практики создания судов при МФЦ, следует подчеркнуть, что учреждение подобных судов имеет задачей создание преференциального порядка разрешения споров с участием иностранных инвесторов, что обусловлено целью привлечения иностранных инвестиций<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> *Медведев Д. А.* Новая реальность: Россия и глобальные вызовы // Российская газета. 2015. 24 сент. [Электронный ресурс] URL: <http://www.rg.ru/2015/09/23/statiya-si-te.html>.

<sup>2</sup> URL: [http://www.supcourt.kz/upload/iblock/9f4/bvs\\_10.pdf](http://www.supcourt.kz/upload/iblock/9f4/bvs_10.pdf).

С учетом этого круг дел, подлежащих рассмотрению в суде финансового центра, определяется:

1) по критерию субъектного состава отношения, из которого возникло дело (дела, участником (участниками) которых является участник финансового рынка);

2) в зависимости от сферы отношений, из которых возникло дело (любые дела, возникающие в сфере финансового рынка: гражданские, административные, уголовные);

3) по критерию связи с территорией, на которую распространен режим свободной экономической зоны<sup>1</sup>.

По всей видимости, особенности, связанные с рассмотрением специализированным финансовым судом подведомственных ему споров, могут найти отражение в отдельной главе нового единого Гражданского процессуального кодекса РФ, разработка которого была начата в связи с объединением систем Верховного Суда РФ и Высшего Арбитражного Суда РФ. «Концепция единого Гражданского процессуального кодекса РФ» одобрена решением Комитета по гражданскому, уголовному, арбитражному и процессуальному законодательству Государственной Думы Федерального Собрания РФ от 8 декабря 2014 г. № 124 (1)<sup>2</sup>. Туда могут быть включены и другие особенности, выделяющие специализированный финансовый суд из прочих судов. Например, в целях создания максимального удобства иностранных инвесторов и снижения их затрат на судебный процесс было бы целесообразно закрепить возможность ведения процесса в специализированном финансовом суде как на русском, так и на английском языке.

Кроме того, быстро меняющийся финансовый рынок потребует от судей специализированного финансового суда регулярного повышения квалификации и постоянного обмена опытом и информацией с коллегами из стран, в которых действуют международные финансовые центры. В отсутствие такого информационного обмена специализированный суд довольно скоро перестанет быть эффективным и качественным механизмом разрешения финансовых споров.

<sup>1</sup> *Рожкова М. А., Афанасьев Д. В.* К вопросу о создании в России специализированного финансового суда // Вестник Высшего Арбитражного Суда РФ. 2011. № 2.

<sup>2</sup> Интернет-интервью с П. В. Крашенинниковым «Концепция единого Гражданского процессуального кодекса Российской Федерации: подведение итогов общественного обсуждения». [Электронный ресурс] URL: <https://www.consultant.ru/law/interview/krashennnikov4/>.

Следует установить коллегиальность рассмотрения дел по спорам, возникающим на финансовом рынке, исходя из их сложности.

При разработке законопроекта, регулирующего порядок судопроизводства в российском специализированном финансовом суде, необходимо будет более четко определить параметры участия в судебном процессе специалиста<sup>1</sup>.

Рассмотрение дел специализированным финансовым судом в коллегиальном составе, предложенном выше, должно способствовать повышению качества выносимых им решений и позволяет отказаться от многоступенчатой процедуры пересмотра решений, выносимых этим судом. Как показывает лучшая мировая практика, решения специализированных судов обычно пересматриваются только в апелляционном порядке. Только компетентный и быстрый суд способен до минимума сократить период правовой неопределенности, защитив нарушенные права участника рынка капитала. Например, 90% дел в финансовом суде Дубая было рассмотрено в течение не более трех недель.

Думается, что подобный опыт может быть воспринят и при создании и организации работы специализированного финансового суда в РФ.

В Армении, Беларуси и Кыргызстане, с учетом ограниченности масштабов их финансовых рынков, задача создания специализи-

<sup>1</sup> Статья 188 Гражданского процессуального кодекса РФ предусматривает участие в судебном процессе специалиста, который выступает как лицо, обладающее специальными знаниями, используя которые он оказывает помощь суду в решении определенных вопросов. При этом специалист, в отличие от эксперта, не проводит исследования, а дает суду консультации в устной или письменной форме, исходя из своих профессиональных знаний. Задача специалиста в судебном заседании состоит в оказании содействия суду и лицам, участвующим в деле, в исследовании доказательств. Если из консультации специалиста следует, что имеются обстоятельства, требующие дополнительного исследования или оценки, суд может предложить сторонам представить дополнительные доказательства либо ходатайствовать о назначении экспертизы (см. также постановление Пленума Верховного Суда РФ от 26 июня 2008 г. № 13 «О применении норм Гражданского процессуального кодекса Российской Федерации при рассмотрении и разрешении дел в суде первой инстанции»). Кодекс административного судопроизводства РФ включает специалиста в число иных участников судебного процесса. Согласно ст. 50 КАС РФ специалистом является лицо, обладающее специальными знаниями и (или) навыками и назначенное судом для дачи пояснений, консультаций и оказания иной непосредственной помощи при исследовании доказательств и совершении иных процессуальных действий по вопросам, требующим соответствующих знаний и (или) навыков. Согласно ст. 169 КАС РФ специалист дает суду консультацию в устной или письменной форме, исходя из профессиональных знаний, без проведения специальных исследований, назначаемых на основании определения суда.

рованных финансовых судов пока не стоит, что не мешает, а даже, скорее, позволяет рассматривать эти страны в качестве возможного места рассмотрения хозяйственных споров между участниками МФЦ на территории Союза. Имеет смысл учесть, что столица Беларуси г. Минск уже является местом нахождения Суда ЕврАзЭС, функционирующего с 1 января 2012 г.

Здесь же будет находиться и Суд ЕАЭС, создаваемый в соответствии со ст. 19 Договора о ЕАЭС, статут которого, определяющий состав, компетенцию и порядок функционирования и формирования аппарата Суда, является приложением 2 к Договору. Документы, регламентирующие деятельность обоих упомянутых судебных институтов, разработаны с учетом лучшей международной практики. Вместе с тем, как вариант, имеет смысл рассмотреть возможность формирования в существующих судебных системах государств — членов ЕАЭС «финансовых списков» судей, специализирующихся на рассмотрении споров в соответствующей сфере, что позволило бы сконцентрировать усилия на укреплении уровня их квалификации и повысить тем самым качество судебных решений.

Решения, принимаемые в финансовых судах, или по делам, связанным с функционированием интегрированного рынка капитала ЕАЭС и ЕБП, должны будут, по нашему мнению, размещаться в Интернете с помощью сервисов системы раскрытия финансовой и корпоративной информации государств — членов ЕАЭС, разработка методологии формирования и функционирования которой предусмотрена техническим заданием ЕЭК на разработку НИР «Объединенная система раскрытия информации на финансовых рынках ЕАЭС, в том числе унификация требований к ее форматам каналам передачи» в 2015—2016 гг.

\* \* \*

Опыт функционирования Суда ЕврАзЭС и подготовки к созданию Суда ЕАЭС создают хорошую методологическую основу для формирования в будущем системы финансовых судов ЕАЭС. Она могла бы, например, состоять из специализированных судов финансовых центров Москвы и Алматы/Астаны как судов первой инстанции при рассмотрении споров между хозяйствующими субъектами разных стран ЕАЭС и апелляционной инстанции, которая может располагаться в Минске как судебном центре ЕАЭС, с одной стороны, и как столице участника ЕАЭС, равноудаленной от



финансовых центров РФ и РК, — с другой. В этом случае была бы определена и важная специализированная роль РБ в создании интегрированного рынка капитала ЕАЭС.

#### 4.3. Создание систем раскрытия финансовой и корпоративной информации ЕАЭС и евразийских рейтинговых агентств как дополнительные факторы формирования ЕБП

В отчете Инфраструктурного института ПАРТАД по первому этапу НИР, проведенной по заказу ЕЭК «Формирование единого биржевого пространства и централизация институтов учета и расчетов в рамках ЕЭП», указывалось, что система раскрытия финансовой и корпоративной информации эмитентами финансовых инструментов является важным сервисом для участников организованной торговли и поэтому является важным составным элементом построения ЕБП<sup>1</sup>.

Кроме того, создание интегрированного рынка капитала ЕАЭС невозможно без консолидации и обработки финансовой и корпоративной информации всех его участников, а не только эмитентов в целях ее раскрытия надзирающим органам и инвесторам в процессе реализации регуляторных режимов взаимного признания, а затем паспортизации. Деятельность будущего наднационального регулятора будет возможна и эффективна только на основе постоянного обновления и накопления информации о финансовом состоянии участников рынка, о выпусках ценных бумаг и корпоративных событиях в жизни их эмитентов. Таким образом, возникает объективная необходимость унифицировать информационные потоки, исходящие от участников рынка и эмитентов государств — членов ЕАЭС, и обеспечить возможность их использования всеми заинтересованными сторонами в целях развития интегрированного рынка капитала ЕАЭС.

Это требует научного обоснования и формирования концепции функционирования системы центра раскрытия корпоративной и финансовой информации, которая, в частности, позволяла бы владельцам ценных бумаг, выпущенных в ЕАЭС, и потенциальным инвесторам получать посредством интернет-доступа актуаль-

<sup>1</sup> ООО «ИНФИ ПАРТАД». Отчет по первому этапу НИР «Формирование единого биржевого пространства и централизация институтов учета и расчетов в рамках ЕЭП». С. 138—140. [Электронный ресурс] URL: <http://www.eurasiancommission.org/ru/act/finp/dofp/finance/nir/reports/Documents/Forms/AllItems.aspx>.

ную и достоверную информацию о корпоративных событиях и финансовом состоянии эмитентов, чьи финансовые инструменты торгуются на соответствующих рынках. Указанная задача становится тем более актуальной в рамках подготовки и последующей реализации Соглашения о допуске брокеров и дилеров одного государства — члена ЕАЭС на биржи других государств-членов, представленного в начале ноября 2015 г. на обсуждение участниками рынка<sup>1</sup>.

В свою очередь, это потребует сформировать систему унифицированного электронного документооборота, связывающую систему раскрытия информации на финансовых рынках ЕАЭС с регуляторами рынка капитала входящих в него стран, рейтинговыми агентствами, эмитентами торгуемых в рамках ЕБП ценных бумаг и другими участниками рынка, которая должна включать следующие основные элементы:

— унифицированные форматы раскрытия корпоративной и финансовой информации, построенные на основе международных стандартов в этой сфере, как общий язык корпоративной сферы и интегрированного рынка капитала ЕАЭС;

— систему доверия между удостоверяющими центрами или общий удостоверяющий центр электронной подписи на электронных документах, содержащих корпоративную и финансовую информацию, раскрываемую в объединенной системе раскрытия информации на финансовых рынках ЕАЭС;

— защищенную современными криптографическими средствами систему обмена электронными документами/систему электронных сообщений, позволяющую собирать и передавать информацию о корпоративных событиях и финансовой отчетности в объединенной системе раскрытия информации на финансовых рынках ЕАЭС;

— систему информационных справочников (СИС) участников рынка и финансовых инструментов, позволяющих однозначно идентифицировать субъектов раскрытия корпоративной и финансовой информации и автоматизировать ее обработку.

Указанные элементы евразийского информационного пространства могут быть сформированы в ходе реализации специаль-

<sup>1</sup> URL: <https://docs.eaeunion.org/ru-ru/Pages/DisplayDiscussion.aspx?s=e1f13d1d-5914-465c-835f-2aa3762eddda&w=9260b414-defe-45cc-88a3-eb5c73238076&l=108e71be-32c8-4857-acd0-eba1329ae911&EntityID=680>.

ного проекта создания системы раскрытия информации на финансовых рынках ЕАЭС и должны быть применимы и для целей взаимодействия участников рынков между собой, выполняя роль технологических компонентов такого взаимодействия.

В частности, разработка и продвижение стандартов электронного обмена информацией на финансовом рынке, включая предоставление отчетности регуляторам финансового рынка, и раскрытие корпоративной информации будут способствовать интеграции национальных рынков на евразийском пространстве, применению принципа сквозной обработки информации (STP) и в финансовом бизнесе, и в сфере его регулирования, и в системе независимых рейтинговых агентств.

Необходимо учитывать, что электронный документооборот на рынках капитала ЕАЭС нуждается в комплексном развитии сразу по нескольким направлениям (директориям):

- между участниками рынка и расчетно-клиринговыми системами организованной торговли финансовыми инструментами;
- между эмитентами финансовых инструментов и инвесторами;
- между субъектами экономической деятельности на финансовом рынке и его регуляторами.

Предлагаем исходить из того, что по результатам НИР, выполняемой Инфраструктурным институтом ПАРТАД в 2015—2016 гг., для официального использования ЕЭК по теме «Объединенная система раскрытия информации на финансовых рынках ЕАЭС, в том числе унификация требований к ее форматам и каналам передачи», будут предложены решения, способствующие формированию соответствующего механизма раскрытия информации на основе стандартизации ее сбора и обработки, в том числе стандартизации требований к ее форматам и каналам передачи.

Очевидно, что в числе поставщиков и потребителей раскрываемой информации будут и независимые рейтинговые агентства, работающие в государствах — членах ЕАЭС.

Первые российские рейтинговые агентства появились вскоре после массовой приватизации одновременно с возрождением финансового рынка. При этом рейтинговая культура в классическом смысле начала формироваться в России лишь после кризиса 1998 г., с началом реального экономического роста и развитием рынка ссудных капиталов. В этот период для российских компаний стали приобретать реальное значение такие понятия, как «ка-

чество корпоративного управления», «информационная прозрачность», «репутация компании». Эмитенты долговых ценных бумаг и другие активные заемщики стали всерьез задумываться о формировании позитивной кредитной истории в целях улучшения условий финансирования в будущем (в том числе в целях привлечения средств иностранных инвесторов). Так, в 2001 г. агентство «Эксперт РА» присвоило первые кредитные рейтинги страховым компаниям, было создано совместное предприятие рейтингового агентства «Интерфакс» и глобального рейтингового агентства Moody's (Moody's Interfax Rating Agency), а Standard&Poor's объявило о поглощении российского рейтингового агентства «ЕА-Ratings».

Исторически российские рейтинговые агентства можно разделить на два основных типа: универсальные и специализированные агентства. Универсальные рейтинговые агентства («Эксперт РА», Национальное Рейтинговое Агентство, российские подразделения международных агентств, например, Moody's Interfax Rating Agency) присваивают рейтинги различным компаниям как финансового сектора, так и других отраслей экономики и, помимо этого, выпускают ряд других продуктов информационно-аналитического содержания. Специализированные агентства («Рус-Рейтинг», ИНФИ/ПАРТАД, НЛУ) анализируют определенные сегменты финансового рынка и присваивают рейтинги его участникам.

Помимо РФ, в государствах — членах ЕАЭС национальные рейтинговые агентства существуют также в РК и в Армении. Так, в ноябре 2007 г. в целях реализации Программы развития РФЦА до 2010 года было образовано АО «Рейтинговое агентство РФЦА» (РА РФЦА) — первое в Казахстане национальное рейтинговое агентство, специализирующееся на оказании услуг казахстанским компаниям в области оценки кредитного рейтинга, рейтинга корпоративного управления, кредитного рейтинга облигаций, а также рейтинга кредитоспособности финансовых институтов.

Основной целью РА РФЦА является содействие развитию фондового рынка РК, в частности, посредством обеспечения прозрачности деятельности компаний и предоставления объективной информации о качестве корпоративного управления и надежности долговых бумаг казахстанских эмитентов.

Для оценки кредитоспособности эмитентов в условиях казахстанского рынка при содействии рейтингового агентства RAM

Rating Services Bhd (Малайзия) были разработаны методология и национальная шкала рейтинговых оценок. Хотя основным акционером РА РФЦА является НБ РК (доля составляет 57%), особых успехов в развитии деятельности этого агентства эксперты не отмечают. Так, на начало ноября 2015 г. это агентство поддерживало кредитные рейтинги лишь шести казахстанских компаний, среди которых только один банк. О международном признании указанных рейтингов пока говорить не приходится<sup>1</sup>.

Также в РК функционирует подразделение регионального рейтингового агентства Global Rating Group (помимо Казахстана имеет представительства в Российской Федерации (RusRating), Республике Армения (AmRating) и Республике Азербайджан (AzRating)) — KzRating. Основной целью создания Global Rating Group является формирование сети национальных рейтинговых агентств в странах СНГ и укрепление их позиций на внутренних и международных рынках.

В Беларуси и Кыргызстане национальные рейтинговые агентства пока отсутствуют.

#### **Взаимосвязь между рейтинговыми агентствами и объектами рейтингования**

Исторически сложилось, что у рейтинговых агентств имеется две модели развития: модель «рейтинговое агентство — инвестор» и модель «рейтинговое агентство — эмитент». Модель «рейтинговое агентство — инвестор» являлась основной вплоть до 70-х гг. XX в. Попытки возродить ее в настоящее время остаются безуспешными. В качестве примера можно привести неудачный опыт создания независимого надгосударственного рейтингового агентства ERA в ЕС, от реализации которого затем было решено отказаться.

Модель «рейтинговое агентство — эмитент» стала доминировать относительно недавно — в 1970-е гг. Данная модель несет в себе зеркальный конфликт интересов, связанный со стремлением удовлетворить интересы своих клиентов (эмитентов), сохраняя при этом качество рейтингов.

Вопросами преодоления конфликта интересов, связанного с деятельностью рейтинговых агентств, международными и нацио-

<sup>1</sup> URL: <http://www.rfcaratings.kz/>.

нальными органами, ответственными за финансовую стабильность, в последнее десятилетие уделено существенное внимание, в частности, вопросам прозрачности, независимости и поднадзорности их деятельности.

Еще в 2003—2004 гг. IOSCO опубликовала тематические материалы, посвященные принципам деятельности кредитных рейтинговых агентств: «Положения о принципах деятельности кредитных рейтинговых агентств» («Принципы IOSCO») (IOSCO Statement Of Principles Regarding The Activities Of Credit Rating Agencies)<sup>1</sup> и «Основы этического кодекса для кредитных рейтинговых агентств» (Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies)<sup>2</sup>. В своих материалах IOSCO уже на тот период указала на наличие формального подхода в регулировании и надзоре за деятельностью кредитных рейтинговых агентств со стороны международных и национальных регулирующих органов.

В октябре 2010 г. СФС опубликовал Принципы по снижению зависимости от рейтингов (Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings)<sup>3</sup>.

Указанные Принципы были приняты в рамках группы стран, входящих в G20, и должны стимулировать повышение прозрачности, конкуренции в отрасли кредитных рейтинговых агентств, способствовать снижению зависимости участников финансового рынка от оценок рейтинговых агентств путем внесения соответствующих изменений в законодательство и стандарты их деятельности.

В целях приведения российского законодательства в соответствие с международными подходами в этой сфере был принят Федеральный закон от 13 июля 2015 г. № 222-ФЗ «О деятельности кредитных рейтинговых агентств в Российской Федерации, о внесении изменения в статью 76.1 Федерального закона «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» и признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Федерации». Он устанавливает правовые основы дея-

<sup>1</sup> IOSCO Statement Of Principles Regarding The Activities Of Credit Rating Agencies. IOSCO. 25 September, 2003. [Электронный ресурс] URL: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD151.pdf>.

<sup>2</sup> Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies. IOSCO. 2004. [Электронный ресурс] URL: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD180.pdf>.

<sup>3</sup> Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings. Financial Stability Board. 27 October 2010. URL: [http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r\\_101027.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_101027.pdf).

тельности кредитных рейтинговых агентств в РФ, в том числе определяет принципы функционирования рейтинговых агентств и требования к их учредителям (акционерам) и органам управления.

В ряде других государств — членов ЕАЭС в последнее время также стало уделяться большее внимание созданию национальных рейтинговых агентств и внесению соответствующих изменений в нормативные акты, регламентирующие данную сферу деятельности.

Деятельность рейтинговых агентств представляется важной с точки зрения осуществления взаимного допуска участников рынка и финансовых инструментов на торговые площадки ЕБП, так как способствует надлежащей оценке рисков регуляторами, биржами и инвесторами.

По нашему мнению, любое заинтересованное лицо, используя данные, содержащиеся в будущей вышеупомянутой Объединенной системе раскрытия информации на финансовых рынках ЕАЭС, должно получать возможность самостоятельно оценить показатели деятельности эмитента финансовых инструментов и в том числе составить свое мнение о качестве рейтинга, присвоенного предполагаемым евразийским рейтинговым агентством или агентствами, входящими в их евразийскую систему.

Предполагается, что современные показатели финансовой и корпоративной деятельности эмитентов, раскрываемые на постоянной основе, могут послужить составляющими базовой рейтинговой оценки, определяемой в рамках деятельности Объединенной системы раскрытия информации на финансовых рынках ЕАЭС, и позволят, с одной стороны, обеспечить инвесторов дополнительной защитой от избыточного субъективизма оценок со стороны рейтинговых агентств, а с другой стороны, создать основу пруденциального надзора за деятельностью самих рейтинговых агентств со стороны регулирующих органов. При этом евразийские рейтинговые агентства могли бы иметь возможность существенно корректировать базовую рейтинговую оценку, формируемую на основе соответствующих объективных и раскрываемых показателей деятельности эмитента, на основе принципа «соблюдай или объясняй», но в пределах допустимых отклонений от нее.

Подобный методологический подход, по нашему мнению, соответствовал бы международным принципам деятельности рейтинговых агентств, в частности принципам объективности в присвоении рейтингов, достоверности исходных данных для оценки

рейтингов, корпоративного управления (в том числе принципам G20/ОЭСР), независимости рейтинговых агентств от политического и экономического давления (включая недобросовестные действия со стороны совета директоров или акционеров рейтингового агентства), которые могут оказывать влияние на результаты рейтинга. И в то же время он позволил бы учесть специфику переходного характера экономик государств — членов ЕАЭС.

Кроме того, все виды рейтингов, присвоенных евразийским эмитентам финансовых инструментов, включая рейтинги корпоративного управления, любыми рейтинговыми агентствами, в том числе евразийскими, должны раскрываться в той же Объединенной системе раскрытия информации на финансовых рынках ЕАЭС.

\* \* \*

Институты раскрытия корпоративной и финансовой информации и независимого рейтингования кредитоспособности, корпоративного управления и долговых обязательств компаний являются неотъемлемыми составляющими деятельности финансовых центров и осуществляемой в их рамках биржевой торговли. Они оказывают значимое влияние на принятие инвестиционных решений и поэтому в процессе формирования ЕБП государств — членов ЕАЭС должны развиваться в комплексе с усилиями по обеспечению взаимного признания финансовых инструментов и участников рынка.



Выводы

**1.** Современные циклические колебания мировой экономики неразрывно связаны с институциональными и структурными изменениями в глобальном экономическом пространстве. К числу последних относятся увеличение доли сферы услуг в мировом хозяйстве и роли финансового капитала, приводящие к сокращению экономического цикла в силу своей большей мобильности. Кроме того, рынки товаров все больше стали походить на рынки финансовых активов. Так, цены на нефть в существенной степени подвержены колебаниям, не зависящим от спроса и предложения, что характерно для рынков капитала.

**2.** Глобализация стала процессом, определяющим развитие международных экономических отношений. Происходит усиление взаимозависимости национальных экономик и, как следствие, увеличивается степень их воздействия друг на друга. G20 и СФС являются основными механизмами решения проблем глобализации, связанными с уровнем развития финансового рынка. В частности, решения СФС о централизации клиринга внебиржевых деривативов влекут их постепенную миграцию на биржевой рынок, что значительно уменьшает риски неисполнения обязательств, сокращает издержки участников и снижает порог входа на рынок.

**3.** ЕС последовательно проводит политику гармонизации законодательства государств — членов Союза в области рынка капитала, своевременно принимая и обновляя свои базовые директивы в этой сфере. В основу последних решений ЕС в этой сфере положены как установки СФС, так и разработки ассоциаций участников рынка, действующих рука об руку с наднациональным регулятором и ЕЦБ.

**4.** На данный момент приходится констатировать, что интеграция рынков капитала в ЕАЭС еще не вошла в круг приоритетов регулирующих их национальных органов стран Союза. Учитывая опыт интеграции указанных рынков в ЕС, можно утверждать, что до создания наднационального регулирующего органа основные надежды на прорыв в этом направлении экспертное сообщество связывает с идеей создания Единого биржевого пространства

(ЕБП), впервые сформулированной в рамках деятельности Рабочей группы по созданию международного финансового центра (МФЦ) в РФ.

5. Проекты создания интегрированного рынка капитала в рамках ЕАЭС и построения МФЦ, соответственно в РФ и РК, необходимо интегрировать посредством создания евразийской системы финансовых центров с определенной специализацией каждого из них, базирующейся на специализации евразийских бирж, включаемых в проект создания ЕБП. Решая практические вопросы организации такой системы, потребуется быстрее переходить от разговоров о гармонизации законодательства к интеграции рынков по существу, на основе унифицированных технологий и бизнес-процессов в первую очередь в сфере организованной торговли финансовыми инструментами.

Внутрироссийским регуляторным драйвером такой систематизации могли бы послужить учреждение специализированного Агентства по созданию МФЦ на региональном или федеральном уровнях и (или) специальной экономической (финансовой) зоны в одном из стратегически значимых регионов, определенных для ускоренного развития рынка капитала.

6. В контексте поиска способов придания второго дыхания проекту построения МФЦ в РФ следует обратить внимание на то, что после успешного проведения зимней Олимпиады в Сочи там осталось большое количество нереализованной недвижимости офисного и жилого назначения и крупные спортивные комплексы, которые могли быть использованы для развертывания инфраструктуры СФЗ по аналогии с островами Мэн, Гернси, Джерси (Великобритания) и Дубаем. Не хотелось бы, чтобы они функционировали в формате некоего офшора, но, похоже, без такого рода факторов вернуть или привлечь внешних инвесторов в нынешних обстоятельствах будет трудно. Важно, чтобы привлекаемый финансовый капитал работал на национальные экономики стран Союза и общие интересы его развития в рамках совместно выбранного режима регулирования.

7. Создание системы евразийских финансовых центров предполагает одновременную интеграцию их биржевого пространства в рамках соответствующего проекта (ЕБП). В свою очередь, ее целесообразно осуществлять с учетом доминирующих международных тенденций в этой сфере, среди которых важная роль отводится гармонизации условий осуществления расчетно-депозитарной и кли-

ринговой деятельности в координации с интересами всех торговых систем.

То есть развитие учетной системы фондового рынка не сводится к созданию ЦД и требует такой ее архитектуры внутри страны, которая позволит последней участвовать в международных системах клиринга и расчетов на мировом финансовом рынке. Этот рынок, приобрел за последние десятилетия глобальные черты и может рассматриваться и как следствие, и как одна из причин глобализации мировой экономики.

8. На международном уровне построение национальных учетных систем при всем их разнообразии и нестандартности можно считать завершенным (в общих чертах). С середины нулевых годов XXI в. начинается этап создания международных (трансграничных) расчетных систем.

В настоящий момент в мире отсутствуют образцы создания межгосударственных расчетно-депозитарных и клиринговых систем, и существующие международные расчетно-клиринговые системы являются коммерческими организациями и не могут служить примером межгосударственных институтов. Запуск создаваемой ЕЦБ системы расчетов T2S уже несколько раз откладывался, и к тому же она, по замыслу авторов, не является «европейским центральным депозитарием», а должна лишь (что, конечно, не так уж мало) упростить расчеты по ценным бумагам и деньгам между европейскими ЦД.

Международный опыт не дает нам исчерпывающих ответов по проблемам организации учета прав на ценные бумаги, так как в его основе лежит решение проблемы хранения документарных ценных бумаг как классических инструментов, непротиворечиво подтверждающих как права «на бумагу», так и права «из бумаги». В то же время международный опыт предоставляет возможность «выбора опций» для организации наднациональной системы учета прав собственности, клиринга и расчетов на рынках капитала ЕАЭС.

9. В интересах формирования ЕБП представляется необходимым создание расчетно-депозитарного кластера (РДК), объединяющего в единую сеть ЦД государств — членов ЕАЭС. ЦД кластера должны быть связаны друг с другом корреспондентскими отношениями напрямую либо посредством наднационального ЦД и обладать возможностью осуществления трансграничных расчетов сделок с ценными бумагами по той или иной технологии.

Целью создания РДК является обеспечение расчетов по трансграничным сделкам с ценными бумагами в рамках ЕАЭС и выплата доходов по этим ценным бумагам в валюте любого из его членов и в мировых валютах.

**10.** Как показывает опыт интеграции биржевых рынков нескольких стран Латинской Америки в рамках проекта МІІА, она может быть достигнута без слияния бирж и специальной гармонизации национальных законодательств стран-участниц, хотя и при значимой поддержке со стороны локальных регулирующих органов. Она стала возможной благодаря использованию технологических средств, саморегулированию процессов доступа нерезидентов к биржевым торгам на рынках капитала и соответствующим расчетно-клиринговым системам.

Указанный опыт представляет собой интерес для ЕАЭС как работающая региональная модель интеграции частных биржевых рынков, тем более что для реализации была задействована система двусторонних отношений между ЦД стран — участниц проекта, характеристики и регулятивные обстоятельства работы которых близки к условиям функционирования ЦД в ЕАЭС.

**11.** Опыт организации допуска иностранных ценных бумаг, в том числе иностранных заемщиков, к трансграничному размещению в трех наиболее развитых странах — участницах ASEAN свидетельствует о возможности такового без специальной гармонизации законодательства об акционерных обществах и ценных бумагах, еще до полной унификации национальных стандартов КУ, но на основе уже унифицированных стандартов раскрытия информации и обеспечения прозрачности эмитентов, разрабатываемых совместными усилиями бирж и национальных регуляторов и унифицированной процедуры подачи и рассмотрения заявлений о допуске ценных бумаг к размещению в нескольких юрисдикциях.

То есть взаимные усилия наиболее продвинутых в сфере рынка капитала стран ASEAN позволяют им быстрее продвинуться к кросс-листингу своих локальных ценных бумаг посредством использования режима взаимного признания (с некоторыми ограничениями), чем это можно было бы ожидать от столь неспешного в вопросах гармонизации законодательства и довольно рыхлого по структуре объединения стран, реализующих свой «азиатский путь» экономической интеграции.

**12.** Для успешного и одновременного проведения IPO на торговых площадках в разных юрисдикциях формирующегося ЕБП необходима политическая стабильность, экономическая определенность и работающие правовые институты, в первую очередь независимая судебная система, т.е. как раз то, что, по мнению ряда экспертов, отсутствует на данный момент в ряде государств — членов ЕАЭС. Большинство из них и раньше не относились к энтузиастам этого способа привлечения частных инвестиций в национальные экономики, в том числе в рамках программ приватизации. Однако с точки зрения новых положительных примеров публичных размещений для рынков капитала государств — членов ЕАЭС можно предположить, что в нынешних условиях их, скорее, могли бы дать эмитенты РК, чем РФ. В целях же формирования ЕБП необходимо, как минимум, применить для трансграничных размещений ценных бумаг режим ограниченного взаимного признания по методологии, например, трех стран — участниц ASEAN.

**13.** Процессы формирования евразийской системы финансовых центров и ЕБП государств — членов ЕАЭС могли бы получить важную опору в случае создания системы специализированных финансовых судов для урегулирования споров между участниками рынка капитала и инвесторами разных стран Союза, возникающих как в ходе совершения сделок на интегрированном рынке капитала ЕАЭС, так и по ходу осуществления корпоративного управления эмитентами ценных бумаг, торгуемых в рамках ЕБП.


Опыт функционирования Суда ЕврАзЭС и подготовки к созданию Суда ЕАЭС создают хорошую методологическую основу для формирования в будущем системы финансовых судов ЕАЭС. Она могла бы, например, состоять из специализированных судов финансовых центров Москвы и Алматы/Астаны как судов первой инстанции при рассмотрении споров между хозяйствующими субъектами разных стран ЕАЭС и апелляционной инстанции, которая может располагаться в Минске как судебном центре ЕАЭС, с одной стороны, и как столице участника ЕАЭС, равноудаленной от финансовых центров РФ и РК, — с другой. В этом случае была бы определена и важная специализированная роль РБ в создании интегрированного рынка капитала ЕАЭС.

**14.** Институты раскрытия корпоративной и финансовой информации и независимого рейтингования кредитоспособности,



## Выводы

корпоративного управления и долговых обязательств компаний являются неотъемлемыми составляющими деятельности финансовых центров и осуществляемой в их рамках биржевой торговли. Они оказывают значимое влияние на принятие инвестиционных решений, и поэтому в процессе формирования ЕБП государств — членов ЕАЭС должны развиваться в комплексе с усилиями по обеспечению взаимного признания финансовых инструментов и участников рынка.



## Список использованных источников

1. Молчанова О. А., Чепурко Ю. С. Трансформация экономического кризиса в условиях глобализации // Глобализация и мирохозяйственные процессы. ГРНТИ 06.52.45.
2. Труним С. И. Специфика структурных сдвигов и кризисов в условиях глобализации // Финансы и кредит. 2005. № 11.
3. Бекетов Н. В. Глобализация мировой экономики и мировой финансовый кризис // Финансы и кредит. 2009. № 2.
4. International Banking and Financial Market Developments / BIS Quarterly Review. Basel, 2000. February.
5. Отерс Д. Основной движущей силой мировой экономики становятся США // Ведомости (Financial Times). 2014. 21 мая.
6. Товмасын А. А. Основные тенденции эволюции фондовых бирж на мировом финансовом рынке // Международная экономика. 2011. № 2.
7. Рубцов Б. Б. Глобальные финансовые рынки: масштабы, структура, регулирование // Век глобализации. Вып. № 2(8)/2011.
8. Хейфец Б. Глобальные дисбалансы и реформа мировой валютно-финансовой системы // Деньги и кредит. 2012. № 7.
9. Обзор международной системы финансового регулирования. 2014, июль. [Электронный ресурс] URL: [http://www.cbr.ru/analytics/fin\\_stab/OMSFR\\_2014-07.pdf](http://www.cbr.ru/analytics/fin_stab/OMSFR_2014-07.pdf).
10. Industry leaders call for IOSCO role in cross-border regulatory recognition. March 20, 2013. [Электронный ресурс] URL: <http://www.futureindustry.org/default.asp>.
11. URL: <http://www.iosco.org>.
12. Максимчук Н. Какая интеграция нужна организованному товарному рынку // РЦБ. 2014. № 4.
13. Некрасов А. Политика в области финансовых услуг: опыт Евросоюза и российские реалии. [Электронный ресурс] URL: <http://www.law-n-life.ru/arch/159/159-22.doc>.

14. Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse) OJ 12.4.2003, L 96/16.
15. *Долинская В. В.* Интеграционные процессы на территории Европы на примере инвестиционного права ЕС / Законы России: опыт, анализ, практика. 2013. № 2. [Электронный ресурс] URL: <http://www.center-bereg.ru/o1048.html>.
16. Международное и зарубежное финансовое регулирование: институты, сделки, инфраструктура : монография / под ред. А. В. Шамраева : в 2 ч. Часть вторая. М. : КНОРУС: ЦИПСИР, 2014. [Электронный ресурс] URL: <http://www.cfin.ru/finmarket/foreign.shtml>.
17. Реформа директивы «О рынках финансовых инструментов» (MiFID) и ее значение для финансовых рынков ЕС. [Электронный ресурс]. URL: [http://www.eurialelegal.info/index.php?option=com\\_content&view=article&id=3250:--1---r-mifid-----&catid=195:2013-02-04-08-49-35&Itemid=42](http://www.eurialelegal.info/index.php?option=com_content&view=article&id=3250:--1---r-mifid-----&catid=195:2013-02-04-08-49-35&Itemid=42).
18. URL: [https://www.swedbank.ee/static/pdf/private/investor/portfolio/EMIR\\_combined\\_letter\\_RUS.pdf](https://www.swedbank.ee/static/pdf/private/investor/portfolio/EMIR_combined_letter_RUS.pdf).
19. URL: [http://www.citadele.lv/common/img/uploaded/doc/info\\_emir\\_ru.pdf](http://www.citadele.lv/common/img/uploaded/doc/info_emir_ru.pdf).
20. События международной инфраструктуры // Депозитариум. 2013. № 6 (124). URL: [https://www.nsd.ru/common/img/uploaded/files/dep/124/38\\_smi\\_06.pdf](https://www.nsd.ru/common/img/uploaded/files/dep/124/38_smi_06.pdf).
21. *Белова Г. И.* Финансовая интеграция как стимул инновационного развития Евразийского экономического сообщества // Доклад на I Международной научной конференции «Регионы Евразии: стратегии и механизмы модернизации, инновационно-технологического развития и сотрудничества», Москва, 4—5 июня 2013 г. [Электронный ресурс] URL: <http://www.gosbook.ru/node/77133>.
22. *Лансков П. М., Максимчук Н. В., Дуисенова Г. Г.* Внутренние инвестиции в финансовые инструменты рынков капитала стран ЕЭП // Аналитический обзор. Евразийский банк развития. 2015.
23. *Раговик Л. В.* Факторы и ограничения развития процессов евразийской интеграции в условиях усиления рисков финансовой глобализации : автореф. дис. ... канд. экон. наук. РГУПС, 2014.

24. URL: <http://gavrilenko.ag/blog/post/20274/>.
25. Материалы Изборского клуба. [Электронный ресурс] URL: <http://www.dynacon.ru/content/articles/2700/>.
26. URL: [http://www.cbr.ru/today/?PrtId=bankstructute\\_sub](http://www.cbr.ru/today/?PrtId=bankstructute_sub).
27. URL: <http://www.afn.kz/?switch=rus&docid=516>.
28. URL: <http://www.minfin.gov.by/ministry/structure/fbfe32329a8403b3.html>.
29. URL: <http://www.pravo.by/main.aspx?guid=3871&p0=C21100482&p2={NRPA}>.
30. URL: <http://sdo.rea.ru/cde/conference/3/file.php?fileId=12>.
31. Материалы Круглого стола: «Развитие рынка ценных бумаг до 2020 года — вызовы, идеи, решения», г. Чолпон-Ата. 17—19 сентября 2015 г. [Электронный ресурс] URL: <http://www.kse.kg/files/files/2.pdf>.
32. *Лузгина А. Н.* Единое экономическое пространство Беларуси, России, Казахстана и Украины — выгоды и потери. Минск : Логвинов, 2005.
33. Institute for European Integration Research of the Austrian Academy of Sciences. [Электронный ресурс] URL: <http://eif.univie.ac.at/institute.php>.
34. Доклад Эксперт-РА о состоянии национальной финансовой системы и возможностях ее интенсивного развития, май 2011 г. [Электронный ресурс] URL: [http://www.raexpert.ru/sproject/bfsr/kto\\_profinansiruet/](http://www.raexpert.ru/sproject/bfsr/kto_profinansiruet/).
35. *Лансков П. М.* Реформы регулирования финансового рынка и его инфраструктуры и их возможные последствия // ЭКО. 2013. № 7.
36. URL: [http://www.cbr.ru/analytics/fin\\_r/fin\\_mark\\_01-2013.pdf](http://www.cbr.ru/analytics/fin_r/fin_mark_01-2013.pdf).
37. URL: <http://www.mirkin.ru/>.
38. URL: [http://center-aspekt.ru/mnenie\\_nashih\\_expertov/news\\_post/137373201](http://center-aspekt.ru/mnenie_nashih_expertov/news_post/137373201).
39. *Лифшиц И. М.* Проблемы и перспективы международно-правового регулирования финансовых рынков в едином экономическом пространстве ЕврАзЭС // Евразийский юридический журнал. 2013. № 12(67).
40. URL: [http://adilet.zan.kz/rus/docs/U100000923\\_](http://adilet.zan.kz/rus/docs/U100000923_).

41. ООО «ИНФИ ПАРТАД». Отчет по третьему этапу НИР «Формирование единого биржевого пространства и централизация институтов учета и расчетов в рамках ЕЭП». [Электронный ресурс] URL: <http://www.eurasiancommission.org/ru/act/finpol/dofp/finance/nir/reports/Pages>.
42. Сахаров А. А. Международные финансовые центры // Регламентация банковских операций. 2009. № 2. [Электронный ресурс] URL: [http://www.reglament.net/bank/reglament/2009\\_2.htm](http://www.reglament.net/bank/reglament/2009_2.htm).
43. Миркин Я. М. МФЦ в России: границы возможного // Прямые инвестиции. 2011. № 2. [Электронный ресурс] URL: <http://www.eufn.ru/financial-center-in-russia-022011.html>.
44. ОАО ИК «Еврофинансы». Отчет о НИР «Разработка Стратегии развития финансовых рынков государств — членов ТС и ЕЭП на период до 2025 года». URL: <http://www.eurasiancommission.org/ru/act/finpol/dofp/finance/nir/reports/Pages/default.aspx>.
45. Темірханов М. Региональный финансовый центр Алматы: полная безнадёга // Forbes. 2015. 6 апр. [Электронный ресурс] URL: [http://forbes.kz/finances/finance/regionalnyiy\\_finansovyy\\_tsentri\\_almaty\\_i\\_polnaya\\_beznadega](http://forbes.kz/finances/finance/regionalnyiy_finansovyy_tsentri_almaty_i_polnaya_beznadega).
46. Федеральный закон от 24 ноября 2014 г. № 376-ФЗ (ред. от 8 июня 2015 г.) «О внесении изменений в части первую и вторую Налогового кодекса Российской Федерации (в части налогообложения прибыли контролируемых иностранных компаний и доходов иностранных организаций)».
47. URL: <http://quote.rbc.ru/topnews/2013/12/27/34090259.html>.
48. URL: [http://online.zakon.kz/Document/?doc\\_id=34204333](http://online.zakon.kz/Document/?doc_id=34204333).
49. URL: <http://adilet.zan.kz/rus/docs/P1500000393>.
50. URL: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/certainty/mandate\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/certainty/mandate_en.pdf).
51. Clearance and Settlement Systems in the World's Securities Markets. The Group of Thirty (G30), 1989.
52. URL: <https://nsdl.co.in>; URL: <http://www.cdslindia.com/index.html>.
53. Опыт, методы и принципы организации кастодиальной деятельности. М. : МИРПЭ, 1997.

54. Томлянович С. Какой Центральный депозитарий нужен России? // Рынок ценных бумаг. 2002. № 20.
55. Ремнев А. А. О концепции создания Центрального депозитария в Российской Федерации // Ведомости ПАРТАД. 2002. № 3—4.
56. Доклад «Учетная инфраструктура российского фондового рынка: этапы и направления развития». ООО «ИНФИ ПАРТАД», 2004.
57. ISSA Update of the Original G-30 Recommendations. International Securities Services Association (ISSA), 1995.
58. Recommendations for Securities Settlement Systems. Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS) / Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO), 2001.
59. Global Clearing and Settlement: A Plan of Action. The Group of Thirty (G30), 2003.
60. Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union. The Giovannini Group (GG), 2001. URL: <http://www.partad.ru/wrld/word/g30app4.pdf>.
61. Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements. The Giovannini Group (GG), 2003.
62. Ремнев А. А. О тенденциях интеграции учетной инфраструктуры рынка ценных бумаг стран ЕС (по материалам конференции в Лондоне) // Рынок ценных бумаг. 2003. № 8.
63. Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements. The Giovannini Group (GG), 2003.
64. Кудряков О. Возможные модели консолидации учетной системы стран Евросоюза // Рынок ценных бумаг. 2003. № 18.
65. ООО «ИНФИ ПАРТАД». Отчет по первому этапу НИР «Формирование единого биржевого пространства и централизация институтов учета и расчетов в рамках ЕЭП». URL: <http://www.eurasiancommission.org/ru/act/finpol/dofp/finance/nir/reports/Pages>.
66. Global Clearing and Settlement: A Plan of Action. The Group of Thirty (G30), 2003.
67. BNP Paribas Sec. Servs., EU Legal Certainty Project: Priorities for the Legal Expert Group.

68. URL: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/certainty/bnp-paribas-submission\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/certainty/bnp-paribas-submission_en.pdf).
69. URL: <http://www.partad.ru/materialy/depoz/method/>.
70. URL: <http://www.unidroit.org/instruments/capital-markets/geneva-convention>.
71. URL: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/code/code\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/code/code_en.pdf).
72. URL: <http://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf>.
73. Письмо ЦБ РФ от 29 июня 2012 г. № 94-Т «О документе Комитета по платежным и расчетным системам «Принципы для инфраструктур финансового рынка».
74. URL: <http://www.cbr.ru/snglav/getdocument.aspx?document-id=1954>.
75. *Черкасский Б. В.* Центральный депозитарий России в мировом масштабе. [Электронный ресурс] URL: <http://fif.rcb.ru/2012/presentation/cherkaskij boris.pptx>.
76. Report Custody 2.0: TARGET2-Securities and its implication for European post-Trade market. Oliver Wyman and Deutsche Bank, 2009.
77. *Шершеневич Г. Ф.* Учебник торгового права. М. : Спарк, 1994.
78. Доклад «Корреспондентские счета депо нерезидентов в депозитариях «Ассоциации центральных депозитариев Евразии». [Электронный ресурс] URL: [http://aecsd.org/upload/iblock/c59/d005\\_1.pdf](http://aecsd.org/upload/iblock/c59/d005_1.pdf).
79. *Орлова Ю.* Иностранные бумаги прячут на российской бирже // Ведомости. 2015. 11 февр.
80. URL: <http://consensus-patrum.ru/mezhdunarodnye-rezervy-cb-fond-nacional-nogo-blagosostoyaniya-i-rezervnyj-fond/>.
81. *Миркин Я. М.* Российские финансы, мировые цены на сырье и курс доллара США. «Финансиализация» товарных рынков. [Электронный ресурс] URL: <http://www.mirkin.ru/fin-future/part3/19/russian-finance.html>.
82. URL: <http://market-lab.org/Alexey-Sergeev-SPIMEX-2015>.
83. URL: <http://kba.kz/rus/banking-system/banking-news/>.
84. URL: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32003L0071>.

85. URL: <http://lexbox.cba.am/uploads/PDF/EU/Securities/2001-34.pdf>.
86. *Velandia A.* Legal VP of the Colombia Stock Exch., Presentation at Externado de Colombia University (August 2010). [Электронный ресурс] URL: <http://jungleboxsolutions.com/mila/files/marcolegal/colombia/12scb-20100729-v4-2.pdf>.
87. Mauricio Baquero-Herrera. Legal Certainty and Financial Markets Integration: The MILA Case. [Электронный ресурс] URL: [http://www.academiaedu/8273715/Legal\\_Certainty\\_and\\_Financial\\_Markets\\_Integration\\_The\\_MILA\\_Case](http://www.academiaedu/8273715/Legal_Certainty_and_Financial_Markets_Integration_The_MILA_Case).
88. The Benefits of MILA: Three Latin American Stock Exchanges Unite, The Wharton Sch. of the Univ. of Penn. (Nov. 17, 2010). [Электронный ресурс] URL: <http://www.wharton.universia.net/index.cfm?fa=viewArticle&id=1979&language=english>.
89. Depósito Central de Valores (DCV) Presentation, Integración del Mercado de Renta Variable (Oct. 2010). [Электронный ресурс] URL: <http://jungleboxsolutions.com/mila/files/publicaciones/4presentacion-a-corredores.pdf>.
90. Jorge Hernán Jaramillo, President of DECEVAL, Colombia, Presentation in Santiago: Integración Regional de Mercados: MILA Desafíos y Oportunidades (Nov. 2012). URL: [http://www.svs.cl/sitio/publicaciones/doc/IOSCO\\_nov\\_2012/panel\\_5/present\\_jorge\\_jaramillo.pdf](http://www.svs.cl/sitio/publicaciones/doc/IOSCO_nov_2012/panel_5/present_jorge_jaramillo.pdf).
91. URL: <http://www.fixtradingcommunity.org/pg/structure/tech-specs>.
92. URL: <http://www.fixtradingcommunity.org/pg/structure/discussion>.
93. URL: <http://www.fixtradingcommunity.org/pg/group-types/member-firm-groups-public>.
94. URL: [http://www.bvl.com.pe/mila/infografia\\_mila.pdf](http://www.bvl.com.pe/mila/infografia_mila.pdf).
95. Memorando de Entendimiento Entre la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores del Perú, la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile y la Superintendencia Financiera de Colombia, Peru-Chile-Colum., Oct. 28, 2009. URL: <http://www.superfinanciera.gov.co/NuestraSuperintendencia/memoperuchile2009.pdf>.
96. URL: <http://www.eurasiancommission.org/ru/act/finpol/dofp/finance/nir/reports/Pages>.

97. *Baquero-Herrera M.* Legal Certainty and Financial Markets Integration: The MILA Case. URL: [http://www.academia.edu/8273715/Legal\\_Certainty\\_and\\_Financial\\_Markets\\_Integration\\_The\\_MILA\\_Case](http://www.academia.edu/8273715/Legal_Certainty_and_Financial_Markets_Integration_The_MILA_Case).
98. Decreto No. 26887, de 1997 (Peru); Law No. 18.046, 18.045, NCG 217, 240 (Chile); L. 222/95, 964/2005, Decree 2555/2010 (Colom.).
99. James J. Dolan. The Omnibus Account Problem: You Can't Monitor what You Can't See. URL: <http://www.accessdc.com/pdfs/OmnibusAccountProblem.pdf>.
100. Презентация Jorge Hernán Jaramillo. См. Jorge Hernán Jaramillo, President of DECEVAL, Colombia, Presentation in Santiago: Integración Regional de Mercados: MILA Desafíos y Oportunidades (Nov. 2012). URL: [http://www.svs.cl/sitio/publicaciones/doc/IOSCO\\_nov\\_2012/panel\\_5/present\\_jorge\\_jaramillo.pdf](http://www.svs.cl/sitio/publicaciones/doc/IOSCO_nov_2012/panel_5/present_jorge_jaramillo.pdf).
101. URL: <http://www.acsda.org/en/>.
102. *Амико А., Кристиансен Х.* Роль бирж в корпоративном управлении. Тенденции финансовых рынков. Т. 1. ОЭСР, 2009. [Электронный ресурс] URL: <http://www.oecd.org/dataoecd/3/36/43169104.pdf>.
103. IOSCO Task Force on Cross-Border Regulation. Final Report. September, 2015. [Электронный ресурс] URL: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD507.pdf>.
104. *Швырков О.* Вводные материалы к техническому семинару ОЭСР. 2012. URL: <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/50064993.pdf>.
105. G20/OECD Principles of Corporate Governance. [Электронный ресурс]: URL: <http://www.oecd.org/daf/ca/Corporate-Governance-Principles-ENG.pdf>.
106. URL: <http://mfc-moscow.com/assets/files/progress/kodeks/kodeks.pdf>.
107. *Папченкова М.* Правительство готовит компаниям новый корпоративный кодекс // Ведомости. 2014. 13 февр.
108. <http://www.evrazes.com/docs/view/193>.
109. URL: [http://www.theacmf.org/ACMF/webcontent.php?content\\_id=00015](http://www.theacmf.org/ACMF/webcontent.php?content_id=00015).

110. URL: <http://www.gazeta.ru/business/2014/06/02/6057041.shtml>.
111. URL: <http://www.nasdaq.com/symbol/yndx>.
112. URL: <http://www.nasdaq.com/symbol/yndx/institutional-holdings>.
113. *Александров Д.* Еду я на родину // Профиль. 11.04.2014. № 856 (14).
114. URL: <http://www.rbc.ru/economics/05/06/2014/928565.shtml>.
115. URL: <http://quote.rbc.ru/news/fond/2014/06/23/34174040.html>.
116. URL: <http://mln.kz/content/kcell-ne-zabudte-pro-dividendy>.
117. URL: <http://www.ipo.of.by/mziv/novosti/~shownews/belta180612>.
118. URL: <http://www.interfax.by/news/belarus/1178234>.
119. URL: [http://guu.ru/files/dissertations/2015/04/petrosyan\\_s\\_a\\_dissertation.pdf](http://guu.ru/files/dissertations/2015/04/petrosyan_s_a_dissertation.pdf).
120. URL: <http://regnum.ru/news/economy/1993889.html>.
121. URL: <http://www.courts.ie/Courts.ie/library3.nsf/pagecurrent/76DD1C1529C6EC7E80257401003D3BD6?opendocument>.
122. *Афанасьев Д. В., Рожкова М. А.* К вопросу о создании в России специализированного финансового суда // Вестник Высшего Арбитражного Суда РФ. 2011. № 2.
123. URL: <http://www.difccourts.ae>.
124. URL: <http://www.hshfy.sh.cn/shfy/gweb/index.html>.
125. Financial List at the High Court in London. [Электронный ресурс] URL: <http://www.legalbusiness.co.uk/index.php/lb-blog-view/4426-uk-to-strengthen-global-grip-on-financial-disputes-with-autumn-launch-of-specialist-banking-court>.
126. Owen Bowcott. New financial court to hear UK and international market cases // The Guardian. 10.07.2015. [Электронный ресурс] URL: <http://www.theguardian.com/law/2015/jul/10/new-financial-court-to-hear-uk-and-international-market-cases>.
127. URL: <http://www.legalbusiness.co.uk/index.php/lb-blog-view/4721-the-gates-to-open-for-new-financial-court>.
128. URL: <http://www.rfca.kz>.
129. Интервью судьи Специализированного финансового суда Алма-Аты Д. А. Шиппа. [Электронный ресурс] URL: <http://www.docme.ru/doc/344254/%C2%ABtrojka-dialog%C2%BB-predostavlyaet-promezhutochnoe---deloitte>.

130. URL: <http://www.zakon.kz/4507110-jurisdikcija-finansovogo-suda-kajjrat.html>.
131. *Медведев Д. А.* Новая реальность: Россия и глобальные вызовы // Российская газета. 2015. 24 сент. [Электронный ресурс] URL: <http://www.rg.ru/2015/09/23/statiya-site.html>.
132. URL: [http://www.supcourt.kz/upload/iblock/9f4/bvs\\_10.pdf](http://www.supcourt.kz/upload/iblock/9f4/bvs_10.pdf).
133. Интернет-интервью с П. В. Крашенинниковым «Концепция единого Гражданского процессуального кодекса Российской Федерации: подведение итогов общественного обсуждения». [Электронный ресурс] URL: [https://www.consultant.ru/law/interview/krashe\\_ninnikov4/](https://www.consultant.ru/law/interview/krashe_ninnikov4/).
134. URL: <https://docs.eaeunion.org/ru-ru/Pages/DisplayDiscussion.aspx?s=e1f13d1d-5914-465c-835f-2aa3762eddda&w=9260b414-defe-45cc-88a3-eb5c73238076&1108e71be-32c8-4857-acd0-eba1329ae911&EntityID=680>.
135. URL: <http://www.rfcaratings.kz/>.
136. IOSCO Statement Of Principles Regarding The Activities Of Credit Rating Agencies. IOSCO. 25 September, 2003. [Электронный ресурс] URL: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD151.pdf>.
137. Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies. IOSCO. 2004. [Электронный ресурс] URL: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD180.pdf>.
138. Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings. Financial Stability Board. 27 October 2010.
139. URL: [http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r\\_101027.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_101027.pdf).

## Публикации автора по тематике монографии

1. *Лансков П.* Механизм регулирования финансового рынка и его инфраструктуры. М. : Альпина Бизнес Букс, 2005. 288 с.
2. *Лансков П. М.* Будет ли в России центральный депозитарий // ЭКО. 2005. № 5.
3. *Лансков П.* Неидеальные черты фондового рынка России / П. М. Лансков, О. К. Гусов, Д. П. Лансков // Рынок ценных бумаг. 2007. № 17.
4. *Лансков П.* Проблемы создания международного финансового центра на постсоветском пространстве / П. М. Лансков, Д. П. Лансков // Рынок ценных бумаг. 2010. № 5.
5. *Лансков П.* Реформы регулирования финансового рынка и его инфраструктуры и их возможные последствия // ЭКО. 2013. № 7.
6. *Лансков П.* От барьеров к перспективам: история нормативного регулирования деятельности по ведению реестра владельцев именных ценных бумаг в Российской Федерации / П. М. Лансков, О. К. Гусов, Д. Е. Нилов // Рынок ценных бумаг. 2014. № 7.
7. *Лансков П.* Саморегулирование на финансовом рынке: 20 лет спустя / П. М. Лансков, Е. В. Зенькович, В. А. Артюшенко // Рынок ценных бумаг. 2014. № 7.
8. *Лансков П.* Интегрированный подход к организации управления рисками и внутреннего контроля в рамках инфраструктурных институтов финансового рынка / П. М. Лансков, Е. В. Зенькович // Рынок ценных бумаг. 2014. № 9.
9. *Лансков П.* Внутренние инвестиции в финансовые инструменты рынков капитала стран ЕЭП / П. М. Лансков, Н. В. Максимчук, Г. Г. Дуисенова / Аналитический обзор. Евразийский банк развития, 2015.
10. *Лансков П.* Базовый стандарт управления рисками и внутреннего контроля ПАРТАД: концепция и ее реализация» / П. М. Лансков, Е. В. Зенькович // Рынок ценных бумаг. 2015. № 5.

11. *Лансков П.* Независимость рейтинговых агентств и предпосылки преодоления конфликта интересов в их деятельности. Опыт рейтинговых исследований в рамках учетной системы рынка ценных бумаг / П. М. Лансков, О. К. Гусов // Рынок ценных бумаг. 2015. № 7.
12. *Лансков П.* Управление рисками и возможности оценки достаточности средств в учетных институтах рынка ценных бумаг / П. М. Лансков, В. А. Артюшенко // Рынок ценных бумаг. 2016. № 2.

Научное издание

*Лансков Петр Михайлович*

ОСНОВЫ ИНТЕГРАЦИИ РЫНКОВ КАПИТАЛА  
В ЕВРАЗИЙСКОМ ЭКОНОМИЧЕСКОМ СОЮЗЕ:  
МЕЖДУНАРОДНЫЕ СТАНДАРТЫ  
И ИНФРАСТРУКТУРНЫЕ ПРОЕКТЫ

Издание не подлежит маркировке  
в соответствии с п. 1 ч. 2 ст. 1 ФЗ № 436-ФЗ

Подписано в печать 03.06.2016. Формат 60 × 90<sup>1</sup>/<sub>16</sub>.  
Печать цифровая. Гарнитура «Ньютон».  
Усл. печ. л. 15,0. Тираж 500 экз. Заказ

ООО «Издательство «Магистр».  
101000, Москва, Колпачный пер., 9А.  
Тел.: (495) 621-62-95.  
e-mail: magistr-book@mail.ru



---

Официальным дистрибьютором Издательства «МАГИСТР»  
является ООО «Научно-издательский центр ИНФРА-М»:

127282, Москва, ул. Полярная, д. 31В, стр. 1

Тел.: (495) 280-15-96, 280-33-86. Факс: (495) 280-36-29

E-mail: [books@infra-m.ru](mailto:books@infra-m.ru); [www.infra-m.ru](http://www.infra-m.ru)

**По вопросам приобретения книг обращайтесь:**

Отдел продаж «ИНФРА-М» (оптовая продажа):

127282, Москва, ул. Полярная, д. 31В, стр. 1

Тел. (495) 280-15-96; факс (495) 280-36-29

E-mail: [books@infra-m.ru](mailto:books@infra-m.ru)

**Отдел «Книга–почтой»:**

тел. (495) 280-15-96 (доб. 246)

---