

П. М. Лансков, Д.Н. Оленьков, П. В. Дубонос

**КОРПОРАТИВНОЕ  
УПРАВЛЕНИЕ  
И ИНФОРМАЦИОННЫЕ  
ТЕХНОЛОГИИ  
[CorpTech]**





ИНФРАСТРУКТУРНЫЙ ИНСТИТУТ ПАРТАД

**Лансков П. М.  
Оленьков Д. Н.  
Дубонос П. В.**



**Корпоративное  
управление  
и информационные  
технологии**

Под редакцией  
доктора экономических наук  
*П. М. Ланскова*



УДК [[005.57:334.722.8]+347.721](470+571)  
ББК 65.292.34(2Рос)-21с51+67.404.013.11(2Рос)  
Л22

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

Авторский коллектив:  
*Лансков П. М.* — введение, гл. 1 (п. 1.1 совместно с *Д. Н. Оленьковым*),  
гл. 3 (п. 3.1 совместно с *Д. Н. Оленьковым*), гл. 4, заключение;  
*Оленьков Д. Н.* — п. 1.1 (совместно с *П. М. Лансковым*),  
гл. 2 (совместно с *П. В. Дубоносом*), п. 3.1 (совместно с *П. М. Лансковым*);  
*Дубонос П. В.* — гл. 2 (совместно с *Д. Н. Оленьковым*)

**Лансков П. М., Оленьков Д. Н., Дубонос П. В.**

Л22 Корпоративное управление и информационные технологии : монография / под ред. П. М. Ланскова. — М. : Магистр, 2017. — 184 с.

ISBN 978-5-9776-0471-0  
Агентство СІР РГБ

В монографии рассмотрены вопросы реализации международно признанных принципов корпоративного управления в условиях перехода к цифровой экономике, повышения эффективности применения норм корпоративного права на основе оптимизации сбора, обработки и распространения информации о корпоративных событиях, а также развития современных способов осуществления корпоративных действий.

Монография рассчитана на экспертов в корпоративной и финансовой сферах, работников органов регулирования экономики, профессиональных участников рынка ценных бумаг, а также на всех, кто интересуется применением новых информационных технологий для учета и реализации прав владельцев финансовых инструментов.

УДК [[005.57:334.722.8]+347.721](470+571)  
ББК 65.292.34(2Рос)-21с51+67.404.013.11(2Рос)

ISBN 978-5-9776-0471-0

© Лансков П. М., Оленьков Д. Н.,  
Дубонос П. В., 2017

## Оглавление

Введение ..... 7  
Указатель основных сокращений ..... 10

### 1

**Корпоративное управление и корпоративная информация** ..... 11

1.1. Международные принципы корпоративного управления и их роль в формировании информационных потоков на рынке капитала ..... 11

1.2. Практика реализации взаимных информационных прав эмитентов ценных бумаг и их владельцев в рамках корпоративных отношений на значимых рынках капитала ..... 33

### 2

**Корпоративная реформа в Российской Федерации** ..... 61

2.1. Реформа гражданского законодательства ..... 61

2.2. Изменения в порядке раскрытия информации о существенных фактах, сведениях, которые в случае их раскрытия могут оказать существенное влияние на стоимость или котировки эмиссионных ценных бумаг эмитента ..... 70

2.3. Реформа корпоративных действий в Российской Федерации ..... 89

### 3

**Технологии и формы предоставления отчетности и раскрытия корпоративной и финансовой информации на рынках капитала** ..... 96

3.1. Опыт раскрытия информации развитых рынков капитала с участием регулирующих их органов ..... 96

3.2. Корпоративная отчетность и распространение корпоративной информации в Российской Федерации в результате корпоративной реформы ..... 109

3.3. Эффективность и факторы развития рынка информационного обслуживания корпоративных действий на рынке капитала ..... 121

**4**

<b>Возможности применения новых финансовых технологий в корпоративной сфере: от <i>FinTech</i> к <i>CorpTech</i></b> .....	128
4.1. Распределенные базы данных и используемые для их создания и функционирования технологии .....	128
4.2. Преимущества, возможности и риски, порождаемые технологиями РБД на финансовом рынке .....	139
4.3. Направления применения технологий РБД в сфере жизнедеятельности корпораций ( <i>CorpTech</i> ) .....	147
4.4. Дигитализация учетной системы российского рынка ценных бумаг и поддерживаемых ею бизнес-процессов .....	157
Заключение. Основные выводы .....	168
Список использованных источников .....	175

**Введение**

Современная эпоха характеризуется бурным развитием информационных технологий и коммуникаций и в первую очередь Интернета. В настоящее время во всем мире происходит активное развитие бизнес-процессов, основанных на удаленном электронном взаимодействии субъектов различных рынков и отраслей экономики между собой, с регуляторами рынков и потребителями товаров и услуг.

Одной из целей совместной работы авторов данной монографии является обобщение международного и российского опыта реализации международных принципов корпоративного управления, в том числе передачи и раскрытия корпоративной информации в этих новых технологических условиях, проводимое на основе анализа существующих особенностей правовых и экономических моделей функционирования систем учета прав собственности на корпоративные ценные бумаги на различных развитых и развивающихся рынках капитала.

Как известно, в то время как владельцы ценных бумаг, зарегистрированные в реестре, ведущемся специализированным регистратором либо иным агентом эмитента, могут сравнительно легко реализовать свое право на участие в общем собрании акционеров, инвесторы, владеющие своими бумагами через посредников (номинальных держателей) в депозитарных системах учета, часто сталкиваются при голосовании с рядом проблем, которые в какой-то степени преодолеваются внедрением электронного документооборота и стандартов электронных сообщений в процедуру реализации корпоративных действий. Такого рода процедуры в последнее десятилетие, как правило, основываются на создании централизованных баз корпоративных данных, предполагающих значительную роль в их организации центральных депозитариев. Однако анализ состояния дел на глобальном и отечественном рынках показывает, что многие проблемы обеспечения участия акционеров корпоративной жизни остаются нерешенными, несмотря на растущие вложения со стороны инфраструктуры.

Тем не менее существующий («дофинтеховский») международный опыт организации взаимодействия эмитентов ценных бумаг (финансовых инструментов) с инвесторами, обладающими правами «из бумаги», и обслуживающими их посредниками нуждается в обобщении с помощью системы качественных показателей, отражающих уровень этого взаимодействия.

Более поздний по срокам реализации российский опыт информационного обеспечения корпоративной жизни публичных акционерных обществ с использованием морально устаревающих элементов информационных технологий с реалистичной точки зрения представляет интерес лишь как подготовительный (промежуточный) этап для перехода к более продвинутым их вариантам.

Исследования, первоначально проведенные с участием авторов в интересах Евразийской экономической комиссии в 2015—2016 гг.<sup>1</sup> и положенные в основу гл. 1—3 настоящей монографии показывают, что системы раскрытия корпоративной информации на глобальных рынках капитала пока построены в основном вокруг деятельности национальных биржевых площадок и центральных депозитариев, а также информационных агентств, специализирующихся на такого рода деятельности.

Осуществленное в Российской Федерации в рамках реформы корпоративного законодательства в 2008—2016 гг. нормативно-правовое обеспечение голосования владельцев ценных бумаг в электронном виде с использованием услуг депозитария (*e-proxy voting*), голосования в электронном виде в Интернете (*e-voting*), а также проведение корпоративных действий через институты учетной системы с использованием стандартизированных электронных сообщений по «каскадной» схеме нацелено на создание достаточно тяжеловесной в использовании централизованной базы данных, подразумевающей наличие рисков утраты и искажения информации.

По мнению авторов, наиболее полный учет Принципов корпоративного управления G20/ОЭСР и адекватных проблематике форм реализации корпоративных действий будет возможен по мере создания и развития инновационных распределенных баз

<sup>1</sup> ООО «ИНФИ ПАРТАД». Отчет по первому и второму этапу НИР «Объединенная система раскрытия информации на финансовых рынках ЕАЭС, в том числе унификация требований к ее форматам и каналам передачи». [Электронный ресурс] URL: <http://www.eurasiancommission.org/ru/act/finpol/dofp/finance/nir/reports/Pages/default.aspx>.

данных с использованием технологии блокчейн, сопровождающих все аспекты корпоративной жизни на финансовых рынках: от учета прав собственности до проведения голосования владельцев ценных бумаг.

Одним из последствий такого рода развития информационных корпоративных систем станет обеспечение прозрачности структуры акционерной собственности в каждый момент времени не только для учетных институтов, но и для инвесторов, эмитентов и регулирующих органов в сочетании с надежностью и устойчивостью этих данных от недобросовестных искажений. Это создаст предпосылки для более эффективной реализации наилучшей международной практики (Гонконг, Великобритания, Индия) признания структуры акционерной собственности публичной информацией и раскрытия ее для заинтересованных лиц.

## Указатель основных сокращений

АТР	Азиатско-Тихоокеанский регион
БД	база данных
ГК РФ	Гражданский кодекс Российской Федерации
ЕАЭС	Евразийский экономический союз
ЕС	Европейский союз
ЕСИА	Единая система идентификации и аутентификации
ЕЭК	Евразийская экономическая комиссия
КоАП РФ	Кодекс Российской Федерации об административных правонарушениях
КУ	корпоративное управление
ККУ	Кодекс корпоративного управления
МБ	Московская биржа
МСФО	Международная система финансовой отчетности
НИР	научно-исследовательская работа
НРД	национальный расчетный депозитарий
НФО	некредитная финансовая организация
ОСА	общее собрание акционеров
ООО	общество с ограниченной ответственностью
ОЭСР	Организация экономического сотрудничества и развития
ПАРТАД	Профессиональная ассоциация регистраторов, трансфер-агентов и депозитариев
ПАО	публичное акционерное общество
РБД	распределенная база данных
РЦБ	рынок ценных бумаг
СД	специализированный депозитарий
СТАР	система трансфер-агентов и регистраторов
УК	управляющая компания
УЦ	удостоверяющий центр
ЦД	центральный депозитарий
ЦКИ	центр корпоративной информации
ЭДО	электронный документооборот
ЭП	электронная подпись

# 1

## Корпоративное управление и корпоративная информация

**1.1.** Международные принципы корпоративного управления и их роль в формировании информационных потоков на рынке капитала / **1.2.** Практика реализации взаимных информационных прав эмитентов ценных бумаг и их владельцев в рамках корпоративных отношений на значимых рынках капитала

### 1.1. Международные принципы корпоративного управления и их роль в формировании информационных потоков на рынке капитала

Прежде чем приступить к анализу и обобщению мирового опыта применения информационных технологий для функционирования институтов корпоративной собственности, необходимо изучить актуальную версию международных стандартов корпоративного управления, сложившийся на значимых рынках порядок информационного обслуживания корпоративных действий и приоритеты его развития. Это полезно сделать для того, чтобы определить направления повышения эффективности функционирования публичных акционерных обществ (далее — ПАО) как институтов долевой собственности (корпораций) путем использования новых информационных технологий.

### Содержание и значение принципов корпоративного управления G20/ОЭСР для деятельности корпораций

Как известно, именно международные принципы корпоративного управления оказывают определяющее влияние на состав и содержание информации, раскрываемой участниками развитых рынков капитала. В свою очередь, раскрываемые с помощью средств массовой информации (СМИ), национальных центров раскрытия корпоративной информации (ЦКИ) сведения формируют предпочтения инвесторов на рынке капитала, служат осно-

вой для деятельности финансовых аналитиков, инвестиционных консультантов и рейтинговых агентств.

В этом отношении важной международной структурой, оказывающей влияние на развитие мировой экономики, является Организация экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), объединяющая наиболее развитые страны мира. Общеизвестными являются ее подходы к организации корпоративного управления в публичных компаниях или открытых акционерных обществах, соблюдение которых является ключевым фактором, влияющим на включение компаний в листинг мировых бирж<sup>1</sup>.

В сентябре 2015 г. ОЭСР представила доклад для министров финансов и управляющих центральных банков G20 на очередной их сессии в Стамбуле, который содержит актуализированные для современного этапа развития Принципы корпоративного управления G20/ОЭСР (далее — Принципы КУ)<sup>2</sup>.

Принципы КУ разработаны с учетом того, что политика корпоративного управления играет важную роль в достижении более широких экономических целей, учитывающих интересы инвесторов, формирование и распределение капитала. Качество корпоративного управления (КУ) влияет на издержки корпорации, необходимые для привлечения капитала для развития. Содержание правил КУ вместе с практикой их применения позволяет преодолеть разрыв между сбережениями домохозяйств и инвестициями в реальную экономику. Как следствие, качественное КУ предоставляет акционерам и иным заинтересованным сторонам уверенность в том, что их права защищены.

Последнее имеет существенную значимость для современных глобализированных рынков капитала. Заслуживающее доверие КУ, поддерживаемое эффективными механизмами надзора и правоприменения, может улучшить уверенность локальных инвесторов, способствовать надлежащему функционированию рынков капитала и в конечном итоге обеспечивать более стабильные источники финансирования деятельности компании.

<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. 54—84. [Электронный ресурс] URL: <http://www.eurasiancommission.org/ru/act/finpol/dofp/finance/nir/reports/Documents/Forms/AllItems.aspx>.

<sup>2</sup> G20/OECD Principles of Corporate Governance. [Электронный ресурс] URL: <http://www.oecd.org/daf/ca/Corporate-Governance-Principles-ENG.pdf>.

Несмотря на то что не существует единой модели «хорошего» КУ, тем не менее некоторые общие элементы способствуют его появлению. Принципы КУ построены на указанных общих элементах и сформулированы таким образом, чтобы учесть различные существующие модели управления корпорациями.

Хотя Принципы КУ не являются обязательными для использования и не предназначены для внесения конкретных положений в то или иное национальное законодательство, они способствуют выявлению целей КУ и демонстрации различных средств их достижения. Если мы хотим стимулировать движение капитала в Россию, а не из нее, то регулирующим органам, участникам рынка и экспертному сообществу необходимо продолжать усилия по внедрению международно признанных Принципов КУ в деятельность хотя бы крупнейших эмитентов, в первую очередь, с государственным участием.

Выделим в Принципах КУ ключевые моменты, имеющие значение для организации системного раскрытия корпоративной информации на финансовых рынках.

### ***1. Необходимость регулятивных основ эффективной системы КУ***

*Система КУ должна обеспечивать наличие прозрачных и справедливых рынков, а также эффективное распределение ресурсов. Она должна соответствовать нормам закона и обеспечивать эффективный надзор и правоприменение.*

Система КУ, как правило, включает в себя элементы законодательства, регулирования и саморегулирования, добровольных обязательств и деловой практики, являющихся результатом специфических для отдельного государства обстоятельств, истории и традиций. Желаемая комбинация этих элементов варьирует в разных государствах. Законодательные и регулятивные элементы системы КУ могут быть дополнены элементами мягкого права, основывающимися на принципе «соблюдай или объясняй»<sup>1</sup>.

По мнению G20/ОЭСР, фондовые рынки могут играть значимую роль в улучшении КУ с помощью определения и использования требований, обеспечивающих эффективное корпоративное управление эмитентами, включенными в листинг. Качество биржевых положений, определяющих критерии для включения эми-

<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. 57.

тентов в листинг и регулирующих процесс торгов, являются важным элементом структуры КУ. Большинство крупных фондовых бирж сами являются максимизирующими прибыль и публично торгуемыми компаниями, конкурирующими с другими фондовыми биржами и торговыми площадками.

К сожалению, Московская биржа, функционирующая в Российской Федерации при активной поддержке мегарегулятора финансового рынка, пока не сталкивается со значимой конкуренцией внутри страны, что позволяет ей извлекать ренту из своего монопольного положения.

Необходимо помнить, что независимо от конкретной структуры национального фондового рынка регуляторы должны оценивать правильность действий торговых площадок в части определения стандартов листинга, надзора за осуществлением и за правоприменением в отношении соблюдения правил КУ (включая раскрытие информации).

То, что вопреки ранее сделанным заявлениям Банк России сохраняет в своей собственности значительный пакет акций ПАО «Московская биржа» (далее — МБ), не позволяет ряду экспертов уверенно подтверждать беспристрастность осуществляемого им за ее деятельностью надзора<sup>1</sup>. Впрочем, это касается и таких крупных эмитентов — участников финансового рынка с государственным капиталом, как ПАО «Сбербанк», Банк ВТБ (ПАО), и др.

При этом очевидно, что надзорные, регулятивные и осуществляющие правоприменение государственные органы должны не только обладать полномочиями, иметь ресурсы для профессионального и объективного выполнения ими своих обязанностей, но и быть справедливыми.

## **II. Права акционеров и равное отношение к ним и основным функциям собственника**

*Система КУ должна защищать и содействовать осуществлению прав акционеров, а также должна обеспечивать равное отношение ко всем акционерам, в том числе к миноритарным и иностранным. У всех акци-*

<sup>1</sup> См.: Данилов Ю. А., Абрамов А. Е., Буклемешев О. В. Реформа финансовых рынков и небанковского финансового сектора. Доклад Центра стратегических разработок. 2017. С. 88. [Электронный ресурс] URL: <http://csr.ru/news/perspektivy-razvitiya-finansovogo-sektora-rossii/>.

*онеров должна быть возможность получить надлежащую компенсацию за нарушение своих прав.*

В соответствии с Принципами КУ к основным правам акционеров относятся права на:

- а) безопасные методы регистрации права собственности;
- б) перевод ценных бумаг;
- в) своевременное и регулярное получение достоверной и значимой информации о корпорации;
- г) участие и голосование на общих собраниях акционеров;
- д) выбор и замещение членов совета директоров;
- е) долю в доходах корпорации.

Акционеры должны быть надлежащим образом информированы и иметь возможность принимать участие в принятии решений, обуславливающих фундаментальные изменения в корпорации. Например:

- изменения в уставы и иные внутренние документы компании;
- эмиссию дополнительных акций;
- необычные сделки, в том числе и включающие перевод всех или значительной части активов, что, в свою очередь, означает продажу компании.

С точки зрения G20/ОЭСР, у акционеров должна быть возможность эффективно участвовать и голосовать на общих собраниях акционеров, и они должны быть ознакомлены с правилами, в том числе и процедурами голосования, регулируемыми общие собрания:

- акционерам должна быть предоставлена достаточная и своевременная информация о дате, месте и повестке общего собрания, а также полная и своевременная информация о принимаемых на собрании решениях;
- материалы по голосованию не должны направляться в слишком короткие сроки до даты собрания для того, чтобы инвесторы имели достаточно времени для изучения и получения консультаций;
- система КУ должна стимулировать использование возможностей электронного голосования, в том числе и электронного распространения материалов для голосования по доверенности, а также надежные системы подтверждения участия в голосовании;
- все владельцы ценных бумаг одинаковой серии ценных бумаг (одного вида) должны получать равное отношение.

В рамках любой серии (одного вида) акций их владельцы должны обладать равным объемом прав. К сожалению, вступившие в силу с 29 июля 2017 г. поправки в Федеральный закон «Об акционерных обществах» (внесены Федеральным законом от 29 июля 2017 г. № 233-ФЗ) представляют собой несоблюдение данного принципа в части реализации прав на получение информации — теперь акционеры, владеющие менее 1% голосующих акций, имеют возможность знакомиться лишь с ограниченным перечнем информации, а в отношении акционеров, владеющих от 1 до 25% голосующих акций, общество может отказать в ознакомлении информации, если сочтет указанную в запросе «деловую цель» ненадлежащей. С учетом правовой неопределенности понятия «деловая цель» правами на получение от общества исчерпывающей, полной информации обладают теперь только акционеры, владеющие более 25% голосующих акций что, по мнению авторов, является фундаментальным отступлением от принципов корпоративного управления G20/ОЭСР. Между тем любые изменения в дивидендной, информационной политике или правах на голосование должны быть одобрены владельцами тех видов акций, по которым происходит ухудшение.

*Структура акционерного капитала и иные причины, обеспечивающие степень влияния или контроля некоторых акционеров (непропорционально имеющемуся пакету акций), должны раскрываться.*

Сделки с заинтересованностью должны быть одобрены и проведены таким образом, чтобы обеспечивались надлежащее управление конфликтом интересов и защита интересов компании и ее акционеров, и происходить по прозрачным и справедливым ценам, обеспечивающим защиту имущественных прав акционеров.

Правила и процедуры, управляющие процессом приобретения корпоративного контроля на рынках капитала, а также необычными сделками, к которым относятся слияние, продажа существенной части корпоративных активов, должны быть четко выражены и быть публично раскрыты (для того, чтобы инвесторы могли оценить свои права и ресурсы).

Кроме того, изменения, внесенные в Федеральный закон «Об акционерных обществах» с 1 января 2017 г. (внесены Федеральным законом от 3 июля 2016 г. № 343-ФЗ), сужают круг лиц, которые могут признаваться заинтересованными, а также позволяют не считать заинтересованными любые сделки, совершаемые в рамках размещения дополнительных выпусков акций (что позво-

ляет легализовать недобросовестные практики, связанные с размыванием долей миноритариев в акционерном капитале, за счет того, что в рамках закрытой подписки на акции общества нет требования привлечь независимого оценщика для определения цены размещения акций и нет обязанности предварительно одобрять размещение акций при закрытой подписке в пользу мажоритария как сделку с заинтересованностью).

Также вызывает сомнение в соответствии международной практике норма, позволяющая не считать сделками с заинтересованностью сделки, составляющие менее 0,1% балансовой стоимости активов, поскольку в крупных компаниях эта величина может составлять миллиарды рублей, а установленные Банком России в Указании от 31 марта 2017 г. № 4335-У ограничения верхнего предела неодобряемых сделок для обществ, балансовая стоимость активов которых по данным их бухгалтерской (финансовой) отчетности на последнюю отчетную дату составляет более 2 трлн руб., в 2 млрд руб. не могут считаться достаточным ограничением, защищающим от злоупотреблений и конфликта интересов.

### III. Институциональные инвесторы, биржи и иные посредники

*Система КУ должна обеспечивать рациональные стимулы по всей инвестиционной цепочке и обеспечивать такую работу бирж, которая содействует хорошему КУ.*

Институциональные инвесторы, действующие в качестве уполномоченных представителей своих клиентов, должны раскрывать свои политики по КУ и голосованию, включая процедуры принятия решений по реализации своего права на голосование.

В некоторых государствах требование к раскрытию политик институциональных инвесторов в области КУ является достаточно детализированным и включает в себя требования к наличию четких стратегий для обстоятельств, при которых институт коллективного инвестирования вмешается в деятельность компании, подходов, которые будут использоваться ими для подобного вмешательства и порядок оценки эффективности стратегий. Рациональным подходом по вопросу участия институциональных инвесторов в собраниях акционеров является наличие непрерывного диалога с компанией.

После того как институциональные инвесторы разработали и раскрыли свою политику в сфере КУ, для эффективного ее внедрения необходимо, чтобы они подготовили соответствующие человеческие и финансовые ресурсы для реализации политики в соответствии с ожиданиями бенефициаров и портфельных инвесторов. Степень и практическое внедрение активной политики, осуществляемой подобными институциональными инвесторами, включая и набор персонала, должны быть прозрачными для клиентов.

Институциональные инвесторы, действующие в качестве уполномоченных представителей собственников, должны раскрывать информацию о том, каким образом они управляют существенными конфликтами интересов, которые могут повлиять на реализацию основных прав собственника по отношению к своим инвестициям.

Система КУ должна предусматривать обязательное осуществление аналитиками, брокерами, рейтинговыми агентствами и иными лицами, оказывающими консультационные услуги по решениям, принимаемым инвесторами, раскрытия информации и минимизации конфликтов интересов, которые могут оказать негативное влияние на корректность их анализа или консультаций.

В случае кросс-листинга критерии и процедуры по соответствию требованиям для основного листинга должны быть прозрачными и документированными. Компании должны полностью раскрывать информацию о той юрисдикции, правила которой являются применимыми к их КУ. В тех случаях, когда основные положения по КУ относятся к юрисдикции, не являющейся юрисдикцией проведения торгов, основные отличия должны быть указаны.

Законодательство по КУ для тех компаний, которые включены в листинг не в той юрисдикции, в которой они зарегистрированы, должно быть явным образом раскрыто. Биржи должны полностью раскрывать правила и процедуры, применимые к кросс-листингу и обуславливающие исключения из локальных правил КУ.

Эффективное КУ означает, что акционеры имеют возможность мониторинга и доступа к своим корпоративным инвестициям с помощью сравнения рыночных данных с информацией о проспектах ценных бумаг и эффективности своей компании. Качество и доступ к рыночным данным, включающим справедли-

вое и эффективное раскрытие ценовой информации по осуществленным инвестициям, таким образом, является важным фактором для реализации акционерами своих прав<sup>1</sup>.

*Биржи должны обеспечивать справедливое и эффективное раскрытие информации о ценах на акции в целях содействия эффективному КУ.*

Однако само по себе раскрытие этой информации биржей не всегда может служить гарантией ее достоверности и объективности. Демьючилизированный в большинстве развитых стран институт биржи регулярно формирует конфликт интересов этой корпорации с интересами владельцев торгуемых у нее ценных бумаг, особенно там, где традиции соблюдения деловой этики и свободного от конфликта интересов пруденциального надзора не укоренены на финансовом рынке<sup>2</sup>.

Как и любая централизованная система, биржа несет в себе все присущие таковым недостатки, осложненные собственным корпоративным интересом, не всегда совпадающим с интересами пользователей ее сервисов.

### IV. Роль заинтересованных сторон в корпоративном управлении

*Система корпоративного управления должна обеспечивать установленные законом или взаимными соглашениями права акционеров, а также способствовать активному взаимодействию между корпорациями и заинтересованными лицами в процессе создания благосостояния, рабочих мест и повышения устойчивости рациональных в финансовом плане компаний.*

При наличии предусмотренной законодательством защиты прав заинтересованных сторон последние должны иметь возможность получения эффективной компенсации при их нарушении. Необходимо разрешить разработку механизмов по привлечению сотрудников компании к участию в ее корпоративном управлении.

<sup>1</sup> ООО «ИНФИ ПАРТАД». Отчет по первому этапу НИР «Объединенная система раскрытия информации на финансовых рынках ЕАЭС, в том числе унификация требований к ее форматам и каналам передачи». С. 17. [Электронный ресурс] URL: <http://www.eurasiancommission.org/ru/act/finpol/dofp/finance/nir/reports/Documents/Отчет%20по%20I%20этапу%20НИР%20Объединенная%20система%20раскрытия%20информации.pdf>.

<sup>2</sup> ООО «ИНФИ ПАРТАД». Отчет по первому этапу НИР «Формирование единого биржевого пространства и централизация институтов учета и расчетов в рамках ЕЭП». С. 131. [Электронный ресурс] URL: <http://www.eurasiancommission.org/ru/act/finpol/dofp/finance/nir/reports/Documents/Forms/AllItems.aspx>.

В тех случаях, когда заинтересованные лица участвуют в процессе КУ, они должны иметь своевременный и регулярный доступ к значимой, полной и достоверной информации о деятельности компании.

Так или иначе, Принципы КУ исходят из того, что необходимо учитывать права заинтересованных в деятельности компании лиц (стейкхолдеров), определенные в законодательстве или акционерных соглашениях.

Например, согласно п. 7 ст. 5 Федерального закона от 7 декабря 2011 г. «О центральном депозитарии» в структуре российского центрального депозитария — НКО АО НРД (далее — НРД) — должен быть сформирован комитет пользователей его услуг, контролирующей его тарифную и иную инфраструктурную политику и, казалось бы, реализующий рассматриваемый принцип КУ в отношении прав его стейкхолдеров<sup>1</sup>.

Тем не менее, по мнению ряда экспертов, структура комитета пользователей услуг рассматриваемого центрального депозитария не позволяет ему эффективно выполнять свою функцию. Можно предположить, это связано с тем, что значительное число голосов в текущем составе комитета имеют представители группы Московской биржи (МБ), в которую входит центральный депозитарий (НРД), и связанных с ней акционерными отношениями крупнейших банков (и аффилированных с ними структур), в том числе с контролирующим государственным участием, и так уже представленные в Наблюдательных советах НРД и МБ (12 из 25)<sup>2</sup>.

Фактически в составе Комитета пользователей услуг НРД слабо представлены интересы мелких и средних участников инфраструктуры рынка ценных бумаг и коллективных инвестиций, не являющихся акционерами МБ и, тем более, не представленных в Наблюдательных советах НРД и МБ, но понуждаемых законом к использованию услуг центрального депозитария. Это выводит их

<sup>1</sup> Согласно Приказу ФСФР России от 15 марта 2012 г. № 12-13/пз-н «Об утверждении Дополнительных требований к порядку формирования комитета пользователей услуг центрального депозитария и Требований к Положению о комитете пользователей услуг центрального депозитария» указанный орган должен состоять не менее чем на три четверти из представителей депонентов центрального депозитария и отстаивать интересы пользователей его услуг, ограничивая возможность злоупотребления доминирующим положением со стороны центрального депозитария.

<sup>2</sup> См.: Лансков П. Тарифная политика в учетной инфраструктуре рынка ценных бумаг и проблема ее регулирования // РЦБ. 2017. № 2. С. 43.

за периметр влияния на тарифную и иную политику центрального депозитария и не соответствует как Принципам КУ, так и Принципам для инфраструктур финансового рынка *BIS/IOSCO*<sup>1</sup>.

#### **V. Раскрытие информации и прозрачность компании**

*Структура КУ должна обеспечивать своевременное и точное раскрытие информации по всем существенным вопросам, относящимся к корпорации, в том числе по финансовой ситуации, результативности, собственности и управлению компанией.*

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, и крупным компаниям, не включенным в листинг. Впоследствии эта информация распространяется среди большого числа ее потребителей. Периодическое публичное раскрытие, как минимум, требуется осуществлять на ежегодной основе. В некоторых государствах необходимо периодическое 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 КУ поддерживают своевременное раскрытие информации, осуществляемое между регулярными отчетами. Также поддерживается одновременное распространение существенной или необходимой информации всем акционерам в целях обеспечения равного к ним отношения.

Требования к раскрытию информации не должны означать необоснованных административных или финансовых затрат для компаний. Компании также не должны раскрывать информацию, которая может повредить их конкурентоспособности. Для определения того, должна ли информация раскрываться в минимальном объеме, во многих государствах используется концепция *существенности информации*. 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, кото-

<sup>1</sup> URL: <http://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf>.

рую рациональный инвестор мог бы посчитать важной при принятии инвестиционного решения или при голосовании.

Практика показывает, что раскрытие информации может быть мощным инструментом воздействия на поведение компаний и защиты инвесторов. Жесткий режим раскрытия может помочь в привлечении капитала и обеспечении уверенности в рынках капитала. 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 для корпорации и в результате привести к ненадлежащему использованию ресурсов. Раскрытие информации 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 влияет на взаимодействие с сообществами, в которых действуют компании<sup>1</sup>.

К сожалению, в Российской Федерации в первую очередь под влиянием корпораций с государственным участием, стремящихся скрыть сделки с заинтересованностью или заработные платы своего высшего менеджмента, наблюдается тенденция к сокращению информации, доступной широкому кругу лиц, включая миноритарных акционеров.

Помимо уже упомянутых выше изменений в Федеральный закон «Об акционерных обществах», ограничивающих права миноритарных акционеров на получение информации, способствующих размыванию долей миноритарных акционеров и искусственно уменьшающих количество подлежащих согласованию (одобрению) сделок с заинтересованностью, неблагоприятным образом на транспарентность деятельности компаний повлияли изменения в Гражданский кодекс РФ (далее — ГК РФ), вступившие в силу с 1 сентября 2014 г., которыми было введено разделение акционерных обществ на публичные и непубличные (о чем речь пойдет ниже). В результате более 20 тыс. акционерных обществ получили возможность либо вообще не раскрывать инфор-

<sup>1</sup> ООО «ИНФИ ПАРТАД». Отчет по первому этапу НИР «Объединенная система раскрытия информации на финансовых рынках ЕАЭС, в том числе унификация требований к ее форматам и каналам передачи». С. 19.

мацию о своей деятельности, либо ограничиться при раскрытии информации двумя документами — годовым отчетом и годовой бухгалтерской отчетностью. Также, несмотря на введенное постановлением Правительства РФ от 31 декабря 2010 г. № 1214 требование раскрывать в годовых отчетах компаний, акции которых находятся в федеральной собственности, персональный размер вознаграждений каждого члена органа управления, случаи такого раскрытия единичны, а контроль за соблюдением данных требований фактически не осуществляется.

В то время как в соответствии с Принципами КУ раскрытие информации должно включать, но не должно быть ограничено следующей существенной информацией<sup>1</sup>.

### *(а) Финансовые и операционные результаты работы компании*

G20/ОЭСР констатируют, что прошедшие аудит финансовые показатели, демонстрирующие экономическую результативность и положение дел в компании (как правило, включают в себя баланс, отчет о прибылях и убытках, отчет о движении капитала и примечания к финансовым показателям), являются наиболее широко используемым источником информации о компаниях. Они позволяют вести надлежащий мониторинг и помогают оценить ценные бумаги. Позиция менеджмента и анализ деятельности, как правило, включаются в годовые отчеты.

Инвесторы являются особенно заинтересованными в информации, которая может дать представление о будущих результатах деятельности компании. Например, необходимо, чтобы сделки, относящиеся к группе взаимосвязанных компаний, раскрывались в соответствии с признанными международными стандартами.

### *(б) Цели компании и нефинансовая информация*

Если исходить из рассматриваемых Принципов КУ, то, помимо своих коммерческих целей, компаниям следует раскрывать политики и результаты, связанные с этикой ведения бизнеса, защитой окружающей среды и, в случае существенности для компаний, социальными вопросами, правами человека и иными обязательствами, относящимися к публичной политике компании.

<sup>1</sup> ООО «ИНФИ ПАРТАД». Отчет по первому этапу НИР «Объединенная система раскрытия информации на финансовых рынках ЕАЭС, в том числе унификация требований к ее форматам и каналам передачи». С. 19.

Во многих государствах раскрытие подобной информации требуется для крупных компаний либо для компаний, добровольно раскрывающих нефинансовую информацию. К последней может относиться информация о взносах для политических целей, особенно в тех случаях, когда подобная информация не является общедоступной по другим каналам раскрытия информации.

В некоторых юрисдикциях уже требуется дополнительное раскрытие указанной информации для крупных компаний. Например, информация о показателях оборота, платежах, осуществленных в различные государства, с разделением на категории деятельности и отдельные государства (отчетность по отдельным государствам).

Эксперты Центра стратегических разработок обоснованно предлагают ввести для российских корпораций с государственным участием повышенные требования по подотчетности и прозрачности для акционеров<sup>1</sup>.

В сентябре 2017 г. Минэкономразвития приступило к разработке концепции законопроекта о публичной нефинансовой отчетности (ПНО), что в перспективе позволит использовать сведения ПНО как источник информации для независимой оценки деятельности организаций и составления на ее основе индексов и рейтингов в сфере устойчивого развития и корпоративной социальной ответственности. Очевидна взаимосвязь прозрачности отчетности и качества КУ.

Хотелось бы надеяться, что нормативное регулирование ПНО поспособствует появлению в отчетности новых элементов корпоративной информации, важных для всех категорий ее внешних потребителей.

В настоящее же время в российских корпорациях с государственным участием миноритарные акционеры не проявляют интереса к процессу КУ. Иностранные инвесторы ссылаются на непрозрачность деятельности таких российских компаний за рубежом, а также «советский» стиль управления, что вызывает их настороженность<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> См.: Данилов Ю. А., Абрамов А. Е., Буклемешев О. В. Реформа финансовых рынков и небанковского финансового сектора. Доклад Центра стратегических разработок. 2017. С. 88.

<sup>2</sup> См.: Сарычева М. Ускользающие миноритарии // Коммерсант. 2017. 19 апр. № 68. С. 10.

*(в) Информация о владельцах крупных пакетов, включая сведения о бенефициарных владельцах и правах на голосование*

G20/ОЭСР исходит из того, что одним из основных прав инвесторов является право на получение информации о структуре собственности компании и их правах по отношению к другим собственникам. Право на подобную информацию также должно распространяться на право информации о структуре группы компаний и взаимоотношениях внутри группы компаний.

*Раскрытие информации о собственниках корпорации* должно осуществляться после преодоления определенной границы в доле собственности. Указанное раскрытие может включать информацию об основных акционерах и иных лицах, которые прямо или косвенно оказывают существенное влияние, контролируют или могут оказывать значительное влияние или контролировать компанию. Хорошей практикой, по мнению G20/ОЭСР, является раскрытие информации о пакетах акций, принадлежащих членам совета директоров компании, в том числе и неисполнительным.

Информация о структуре собственности должна сопоставляться с актуальной информацией о бенефициарных владельцах. Вышеизложенное обстоятельство необходимо учесть прежде всего для целей правоприменения, идентификации потенциальных конфликтов интересов, сделок с заинтересованностью и инсайдерских торгов.

*(г) Вознаграждение членов совета директоров и ключевых руководителей*

Согласно Принципам КУ информация о вознаграждении членов совета директоров и ключевых руководителей является важной для акционеров. Особый интерес представляет взаимосвязь вознаграждения и долгосрочных результатов компании. Как правило, компании должны раскрывать информацию о вознаграждении членов совета директоров и ключевых руководителей для того, чтобы инвесторы могли оценить преимущества и недостатки планов вознаграждения, а также степень влияния стимулирующих схем (например, опционных) на результативность компании. Раскрытие информации по отдельным лицам (включая прекращение полномочий или выход на пенсию) все в большей степени рассматривается в качестве хорошей практики и во многих государствах является обязательным. В некоторых юрисдик-

циях требуется раскрытие информации о вознаграждении определенного числа наиболее высокооплачиваемых руководителей, в других — достаточно сведений только в отношении отдельных должностей.

В то же время в Российской Федерации исполнительный директор крупнейшей корпорации с государственным участием (ПАО «Роснефть») отказывается добровольно раскрывать информацию о размере получаемых им от компании компенсаций и регулярно судится с изданиями, делающими обоснованные предположения на сей счет<sup>1</sup>. Это, разумеется, не соответствует наилучшей международной практике в области КУ.

*(д) Информация о членах совета директоров и ключевых руководителях, включающая сведения о квалификации, процессе избрания, а также о степени независимости членов совета директоров*

G20/ОЭСР считают, что инвесторам необходима информация об отдельных членах совета директоров и ключевых руководителях для того, чтобы оценить их опыт и квалификацию, а также проанализировать потенциальные конфликты интересов, которые могут оказать влияния на принимаемые ими решения. По отношению к членам совета директоров подобная информация включает сведения о квалификации, владении ценными бумагами компании, членстве в иных советах директоров, исполнительные должности в иных компаниях, а также о том, рассматривается ли отдельное лицо советом директоров в качестве независимого члена. Членство в иных советах директоров является важной информацией не только потому, что оно свидетельствует об опыте и возможных временных ограничениях у отдельного члена совета директоров, но также и потому, что она может открыть потенциальный конфликт интересов и сделать прозрачной взаимосвязанность между несколькими советами директоров.

В некоторых государствах компании должны раскрывать процесс выбора членов совета директоров, а также информацию о том, являлся ли указанный процесс открытым для большого числа кандидатов. Подобная информация должна предоставляться до принятия решения общим собранием акционеров.

<sup>1</sup> URL: <https://www.vedomosti.ru/business/articles/2014/08/01/forbes-proigral-sud-sechinu>.

В противоречие с этим подходом в Российской Федерации распространена практика назначения руководителей министерств и ведомств на должности членов совета директоров корпораций с государственным участием независимо от их профессиональных знаний и умений, практической возможности заниматься делами корпораций с государственным участием и риска конфликта интересов. Указанная порочная практика порождена искусственно распространяемыми статистическими представлениями о роли государства в экономике, наделяющими лиц, занимающих государственные должности, мифическими достоинствами, автоматически возникающими и исчезающими у них в зависимости от приобретения или лишения данных лиц формального статуса.

Нередко можно наблюдать, когда одно и то же лицо входит в советы директоров более десятка компаний. Распространение подобной практики нивелирует значимость совета директоров как органа управления корпорации, так как превращает его в орган почти автоматически одобряющий решения, выработанные узким кругом мажоритарных акционеров и (или) менеджеров корпорации.

Столь же неприемлемо с точки зрения содержания Принципов КУ назначение родственников крупных чиновников на посты членов советов директоров корпораций и их руководителей в сфере должностной ответственности первых из них<sup>1</sup>.

*(е) Сделки с заинтересованностью*

Для обеспечения надлежащего управления компанией с учетом интересов всех инвесторов G20/ОЭСР считают необходимым полное раскрытие всех существенных сделок с заинтересованностью, а также условий подобных сделок по отдельности. Во многих юрисдикциях вышеизложенное обстоятельство уже является обязательным требованием. В том случае, если в юрисдикции не определено понятие существенности сделок, компании должны дополнительно раскрывать свои политики/критерии для определения существенности сделок с заинтересованностью. К заинтересованным в сделке лицам должны относиться, как минимум,

<sup>1</sup> Например, в мае 2017 г. сын вице-премьера Правительства РФ Д. Рогозина, отвечающего за развитие авиации, назначен генеральным директором АО «Авиационный комплекс имени Ильюшина». URL: <https://rg.ru/2017/05/02/syn-vice-premera-dmitriia-rogozina-vozglavil-oao-il.html>.

лица, которые контролируют компанию, владельцы крупных пакетов акций (включая членов их семей) и ее ключевые руководители. Помимо этого, в случае наличия особых интересов у заинтересованных в сделке лиц раскрытию подлежат также существенные сделки с дочерними компаниями. Сделки, прямо или косвенно связанные с крупными акционерами (или их ближайшими родственниками), являются наиболее сложными типами сделок.

На бенефициарного владельца тоже может быть возложена обязанность по информированию совета директоров о сделке, который, в свою очередь, должен раскрыть ее для рынка. В любом случае *требуется непрерывное раскрытие информации о существенных сделках*. Исключение возможно для повторяющихся сделок на «рыночных условиях», информация о которых может раскрываться периодически. Для того чтобы быть эффективным, ограничения по раскрытию информации могут основываться только на количественных критериях.

### *(ж) Прогнозируемые факторы риска*

По мнению G20/ОЭСР, потребители финансовой информации и участники рынка нуждаются в данных по рационально прогнозируемым существенным рискам. К таковым могут относиться: риски, свойственные отдельной сфере деятельности или территориям осуществления деятельности компании; риск ресурсозависимости; риски финансовых рынков, включающие процентные или валютные риски; риски производных финансовых инструментов и сделок с внебалансовыми активами; риски ведения бизнеса; риски, связанные с защитой окружающей среды.

В соответствии с Принципами КУ значимая информация должна раскрываться для того, чтобы инвесторы были полностью информированы о существенных и прогнозируемых рисках компании. Раскрытие информации о рисках является наиболее эффективным, когда она учитывает специфику отдельной компании и отрасли. Раскрытие информации о системе мониторинга и управления рисками компании все в большей степени рассматривается в качестве хорошей практики КУ.

По нашему мнению, наиболее эффективной формой такого раскрытия могло бы стать информирование акционеров о со-

держании отчетов внутренних аудиторов корпораций. Согласно международным стандартам COSO внутренний аудит играет роль третьей линии защиты от рисков наряду с текущим контролем на рабочих местах и осуществлением мероприятий по внутреннему контролю и управлению рисками<sup>1</sup>.

Хорошо организованный внутренний аудит должен дать возможность совету директоров и высшему исполнительному руководству корпорации перейти от ретроспективного контроля за уже произошедшими событиями к перспективному, заключающемуся в выявлении рисков и управлении ими<sup>2</sup>.

### *(з) Вопросы, связанные с сотрудниками и иными заинтересованными сторонами*

Согласно Принципам КУ компании должны стимулироваться, а в некоторых случаях даже быть обязаны предоставлять информацию об основных вопросах, имеющих значение для их сотрудников и иных заинтересованных лиц, которые могут существенно повлиять на результативность компании или существенным образом повлиять на самих заинтересованных лиц. Раскрытие информации может включать сведения о взаимоотношениях менеджмента/сотрудников, в том числе вознаграждение, степень взаимодействия профсоюзов и работодателя, механизмы представительства сотрудников в системе КУ, взаимоотношения с иными заинтересованными лицами, такими как кредиторы, поставщики и местные сообщества.

### *(и) Структуры управления и политики, включая содержание кодексов или политик КУ или процесса их внедрения*

G20/ОЭСР считают, что компании должны информировать об используемых практиках КУ. Раскрытие подобной информации должно обязательно осуществляться в рамках регулярной отчетности. Компании должны отражать свое соответствие принципам КУ, внедренным регулятором или органом, ответственным за включение ее бумаг в листинг биржи, в своей обязатель-

<sup>1</sup> «Внутренний контроль. Интегрированная модель. Концептуальные основы». COSO. Официальный перевод на русский язык. ПАРТАД и ИВА. Май 2013.

<sup>2</sup> См.: Лансков П., Зенькович Е. Интегрированная система внутреннего контроля и управления рисками и внутренний аудит в некредитных финансовых организациях // Деньги и кредит. 2017. № 2. С. 36.

ной отчетности в соответствии с принципом «соответствуй или объясняй»<sup>1</sup>.

Информация о компании должна подготавливаться и раскрываться в соответствии с качественными стандартами бухгалтерского учета, финансовой и нефинансовой отчетности. Высокое качество национальных стандартов может быть достигнуто путем достижения их соответствия с общепризнанными стандартами бухгалтерского учета (МСФО, GAAP). Во многих государствах компании, включенные в листинг, обязаны использовать указанные стандарты.

G20/ОЭСР в своем документе обращают внимание на то, что каналы распространения корпоративной информации должны обеспечивать равный, своевременный и экономичный доступ к значимой информации. Они могут быть столь же важными, сколь и само содержание информации. В то время как раскрытие информации зачастую обеспечивается законодательством, само заполнение отчетов и получение информации может быть затруднительным и затратным. Заполнение обязательных отчетов было качественно улучшено в некоторых юрисдикциях благодаря системам электронного заполнения и получения данных.

Государствам следует перейти на следующую ступень и интегрировать различные источники корпоративной информации, включая отчеты для акционеров. Однако такая интеграция не должна быть тождественна их монопольной централизации. Например, сайты компаний также должны обеспечивать распространение корпоративной информации. В некоторых государствах у публичных компаний в обязательном порядке должны быть сайты, содержащие значимую информацию (Германия, Италия, Китай, Казахстан)<sup>2</sup>.

Необходимыми являются положения для обеспечения постоянного раскрытия информации. Хорошей практикой является «немедленное» раскрытие существенных фактов в жизни компании независимо от того, означает ли это «так скоро, как только возможно» или же ограничено максимальным количеством

<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. 60—65.

<sup>2</sup> ООО «ИНФИ ПАРТАД». Отчет по первому этапу НИР «Объединенная система раскрытия информации на финансовых рынках ЕАЭС, в том числе унификация требований к ее форматам и каналам передачи». С. 35—115.

дней после события. В свою очередь, международная организация, объединяющая регуляторов рынка ценных бумаг (IOSCO), определила руководство (*Principles for Ongoing Disclosure and Material Development Reporting by Listed Entities*) для периодических отчетов компаний, ценные бумаги которых включены в листинг или допущены к торгам на регулируемом рынке (на котором участвуют розничные инвесторы)<sup>1</sup>.

### VI. Ответственность совета директоров

*Система КУ должна обеспечивать стратегическое руководство деятельностью компании, эффективный мониторинг действий менеджмента советом директоров и подотчетность совета директоров компании и акционерам.*

Для этого члены совета директоров должны действовать в рамках своей компетенции, будучи полностью информированными, соблюдая достаточную осторожность и в лучших интересах компании и акционеров. В тех случаях, когда решения совета директоров могут повлиять на разные группы акционеров, совет директоров должен относиться ко всем акционерам справедливо.

Согласно Принципам КУ к ключевым функциям совета директоров относится наблюдение за процессом раскрытия корпоративной информации и внешними коммуникациями компании.

Кроме того, в целях эффективного выполнения членами совета директоров своих обязанностей следует учитывать, что их работа в большом числе советов директоров может повлиять на ее результативность. Раскрытие информации акционерам о членстве в других советах директоров является основным инструментом для улучшения перечня кандидатов в состав совета. Достижению легитимности также способствуют публикации о посещаемости заседаний членами совета директоров (например, пропустило ли лицо большое число заседаний) и о любой иной работе, осуществленной для совета директоров, а также о получаемом вознаграждении.

Сводные данные об основных требованиях к раскрытию информации, содержащихся в Принципах КУ, представлены в табл. 1.1.

<sup>1</sup> Principles for Ongoing Disclosure and Material Development Reporting by Listed Entities, OICU-IOSCO, October 2002. [Электронный ресурс] URL: [http://www.financialstabilityboard.org/2002/10/cos\\_021001/](http://www.financialstabilityboard.org/2002/10/cos_021001/).

## 1. Корпоративное управление и корпоративная информация

Таблица 1.1. **Раскрытие информации в Принципах корпоративного управления**

№	Принципы корпоративного управления	Раскрытие информации
I.	Система КУ должна соответствовать законам и обеспечивать эффективное правоприменение	Независимо от конкретной структуры национального фондового рынка регуляторы должны оценивать правильность действий торговых площадок в части определения стандартов листинга, надзора за использованием и за правоприменением в отношении соблюдения правил КУ, включая раскрытие информации
II.	Система КУ должна защищать и содействовать осуществлению прав акционеров	Структура акционерного капитала и иные причины, обеспечивающие степень влияния или контроля некоторых акционеров (непропорционально имеющемуся пакету акций), должны раскрываться. У акционеров должна быть возможность эффективно участвовать и голосовать на общих собраниях акционеров
III.	Система КУ должна обеспечивать рациональные стимулы для эффективной работы всех участников инвестиционного процесса, включая биржи	Институциональные инвесторы, действующие в качестве уполномоченных представителей своих клиентов, должны раскрывать процедуры принятия решений по реализации своего права на голосование. Биржи должны обеспечивать справедливое и эффективное раскрытие информации о ценах на акции в целях содействия эффективному КУ
IV.	Система КУ должна способствовать активному взаимодействию между корпорациями и заинтересованными лицами в повышении устойчивости рациональных в финансовом плане компаний	В тех случаях, когда заинтересованные лица участвуют в процессе КУ, они должны иметь своевременный и регулярный доступ к значимой, полной и достоверной информации о деятельности компании
V.	Система КУ должна обеспечивать своевременное и точное раскрытие информации по всем существенным вопросам деятельности корпорации	Необходимо своевременное раскрытие информации, осуществляемое между регулярными отчетами компании. Существенная или необходимая информация должна одновременно распространяться всем акционерам

## 1.2. Практика реализации взаимных информационных прав эмитентов ценных бумаг

Окончание табл. 1.1

№	Принципы корпоративного управления	Раскрытие информации
VI.	Система КУ должна обеспечивать эффективный мониторинг действий менеджмента советом директоров и подотчетность последнего компании и акционерам	Наблюдение за процессом раскрытия корпоративной информации и внешними коммуникациями компании является одной из ключевых функций совета директоров компании

Источник: ООО «ИНФИ ПАРТАД». Отчет по первому этапу НИР «Объединенная система раскрытия информации на финансовых рынках ЕАЭС, в том числе унификация требований к ее форматам и каналам передачи». С. 25.

\* \* \*

Таким образом, международно признанные принципы КУ предполагают раскрытие информации и как фактор исполнения всех принципов и как основное содержание одного из них. С учетом масштабов рынка капитала, количества его участников и инвесторов, а также глобального его характера, реализовать эти принципы без применения современных информационных технологий просто невозможно. В условиях бездокументарного характера не только оборота, но и самих современных финансовых инструментов содержание предоставляемых ими имущественных и неимущественных прав определяется только информацией о них и их владельцах и качеством ее раскрытия в одних предусмотренных законодательством случаях и обеспечения конфиденциальности и защиты информации — в других.

### 1.2. Практика реализации взаимных информационных прав эмитентов ценных бумаг и их владельцев в рамках корпоративных отношений на значимых рынках капитала<sup>1</sup>

Ввиду того что раскрытие корпоративной информации в соответствии с международными Принципами КУ осуществляется акционерным обществом как для неопределенного круга лиц, так и для своих акционеров, важно установить и системную взаимосвязь, и разумное разграничение деятельности публичных си-

<sup>1</sup> Подготовлено с использованием материалов Б. Татару, опубликованных в издании «Депозитариум» в 2014—2015 гг.

стем раскрытия информации о существенных фактах в корпоративной жизни акционерных обществ и систем информационного обеспечения корпоративных действий с участием регистраторов, центральных депозитариев, номинальных держателей, других представителей бенефициарных владельцев. В основе этого разграничения лежат взаимные информационные права эмитентов ценных бумаг и их владельцев<sup>1</sup>.

Например, при рассмотрении степени прозрачности структуры собственности на том или ином рынке необходимо различать обязательное раскрытие инвесторами разного уровня информации о себе и право эмитентов запрашивать и инициировать раскрытие информации о своих инвесторах. Большинство рынков обеспечивает эмитентов теми или иными механизмами раскрытия конечных держателей ценных бумаг, однако степень эффективности раскрытия и, соответственно, прозрачности рынка значительно различаются от страны к стране.

Национальное законодательство той или иной страны накладывает на эмитентов определенные обязанности по информационному взаимодействию с акционерами, в том числе в рамках подготовки и проведения общих собраний. Однако сами механизмы такого взаимодействия варьируются: должен ли эмитент (а в некоторых случаях даже может ли) общаться с акционерами напрямую или же он должен делать это через посредников (регистратора, депозитария и т.д.) и (или) через публичные источники. Несмотря на то что законодательные требования на рассматриваемых ниже рынках обязывают эмитентов, как минимум, информировать о корпоративных действиях держателей акций, зарегистрированных в реестре, во многих случаях нет формальных требований, чтобы эти сообщения доходили до конечных владельцев ценных бумаг. Для того чтобы обеспечить доведение информации до конечных держателей ценных бумаг (собственно их владельцев), был предложен целый ряд законодательных инициатив как на международном, так и на национальных уровнях. Однако об их повсеместном применении пока говорить не приходится.

Так как организация учета прав собственности значительно влияет на порядок и качество проведения корпоративных дей-

<sup>1</sup> ООО «ИНФИ ПАРТАД». Отчет по первому этапу НИР «Объединенная система раскрытия информации на финансовых рынках ЕАЭС, в том числе унификация требований к ее форматам и каналам передачи». С. 27.

ствий, необходимо также исследовать степень и последствия этого влияния в важных для глобального рынка капитала юрисдикциях.

## США

Законодательство США относит вопросы, связанные с деятельностью корпораций и выпуском акций, к компетенции штатов и самих эмитентов. В частности, корпорации самостоятельно определяют форму выпуска ценных бумаг. Компании вправе выпускать как именные ценные бумаги (*registered form*), так и «на предъявителя» (*bearer form*). Эмиссия возможна как в документарной (наличной) форме, т.е. в виде сертификата ценной бумаги, так и в бездокументарной (безналичной) форме (*dematerialized security*). Причем бездокументарная форма выпуска возможна как с выпуском сертификата (*certificated security*), так и без выпуска (*uncertificated security*). Однако существует мнение, что ценные бумаги, удостоверяемые сертификатом, который по своей сути является документом, формально нельзя относить к бездокументарным, несмотря на то, что порядок их обращения и учета имеет все признаки таковых.

В юридической науке бумаги, выпускаемые в бездокументарной форме с изготовлением сертификатов, называют «обездвиженными» («иммобилизованными»), а бездокументарные бумаги, для которых выпуск сертификатов не предусмотрен в принципе, — «дематериализованными». Для обездвиженных бумаг изготавливаются несколько суммарных сертификатов или только один глобальный сертификат на весь выпуск акций, что не меняет сути. Данные сертификаты хранятся в сейфах депозитария, и их выдача на руки владельцам невозможна согласно условиям выпуска. Для дематериализованных выпусков сертификаты не изготавливаются вообще: вместо них права владельцев удостоверяются каким-либо иным документом, создаваемым в учетной системе депозитария. Таким образом, с технологической точки зрения обездвиженный и дематериализованный выпуски больших различий не имеют.

Несмотря на предоставленную свободу выбора, на практике большинство акций в США начиная с 1983 г. из соображений экономии времени и средств выпускаются преимущественно в бездокументарной форме (с изготовлением глобальных серти-

фикатов). Поскольку ценные бумаги являются бездокументарными, выпуск их возможен только в виде именных бумаг (бумаги «на предъявителя» логически не могут существовать в безналичной форме, так как при отсутствии у владельца бумаги на руках ее сертификата передача другому лицу возможна не иначе как путем внесения записи по счету на имя нового владельца). Вместе с тем в обращении находится еще достаточно много старых выпусков, осуществленных ранее в виде наличных (документарных) ценных бумаг с выдачей их на руки владельцам. Между тем в связи с постепенным переходом в мире к безналичной форме выпуска ценных бумаг старые выпуски документарных бумаг стараются переводить в безналичную форму путем обездвиживания (иммобилизации) или дематериализации.

Регистрация акций в США возможна как на имя собственника (*beneficial owner*), что называют «прямой регистрацией» (*direct registration*), так и на имя номинального держателя (*nominee*). В последнем случае это называется *street name registration* (название происходит от того, что номинальными держателями являются компании — профучастники рынка ценных бумаг, как правило, расположенные на всемирно известной улице *Wall Street*). Предпочтение второго способа регистрации, т.е. через цепочку номинальных держателей, является общепринятым не только в США, но в целом в мировой инфраструктуре рынка ценных бумаг, что обусловлено стремлением к минимизации временных и организационных издержек. Бездокументарные ценные бумаги, учитываемые непосредственно на лицевом счете собственника, для их продажи на рынке должны быть переведены в центральный депозитарий<sup>1</sup>.

Обычно непосредственный учет и хранение ценных бумаг корпораций в США осуществляют депозитарии. Они же выполняют раскрытие информации по структуре владения акциями по запросу эмитентов и их полномочных представителей. В учетной инфраструктуре США существуют компании, выполняющие функции центрального депозитария, в том числе и в отношении корпоративных ценных бумаг. К ним относится *Depositary Trust Company (DTC)* (входит в состав *Depositary Trust & Clearing Corporation (DTCC)*)<sup>2</sup>. Центральный депозитарий взаимодействует

<sup>1</sup> Life cycle of a security. [Электронный ресурс] URL: <http://www.dtcc.com/~media/Files/Downloads/Settlement-Asset-Services/Underwriting/LCaaS.pdf>.

<sup>2</sup> URL: <http://www.dtcc.com/asset-services/settlement.aspx>.

как с банками-кастодианами, так и с компаниями, осуществляющими в интересах эмитента регистраторские функции, называемыми трансфер-агентами (*transfer agent*).

Рассматривая организацию учетной деятельности в США, следует иметь в виду особенности учета ценных бумаг в документарной и бездокументарной форме. От 85 до 90% документарных ценных бумаг иммобилизованы (дематериализованы) в *DTC*, которые указываются в реестре в качестве зарегистрированного лица. Поэтому американский эмитент имеет представление о структуре своего акционерного капитала в той мере, в какой в его реестре реализована «прямая регистрация» владельцев и (или) какой его трансфер-агент смог получить информацию от номинальных держателей, стоящих за *DTC*. Кроме того, для розыска акционеров в целях реализации корпоративных действий с их участием нередко привлекаются специальные компании.

Трансфер-агенты также организуют «*proxy voting*» — голосование по доверенности на собраниях акционеров. Это подразумевает рассылку от имени эмитента (возможна как почтовая рассылка, так и рассылка по электронной почте) так называемых *proxy cards* (доверенностей на голосование), как правило, содержащих рекомендации по голосованию и дающих право определенному лицу голосовать в соответствии с указаниями акционера<sup>1</sup>. Заполненные и подписанные доверенности<sup>2</sup> возвращаются назад эмитенту<sup>3</sup>.

Также необходимо отметить наличие особого вида голосования при наличии корпоративного конфликта — *proxy contest*. В этом случае доверенности на голосование направляются разными заинтересованными группами лиц и содержат разные варианты голосования в качестве рекомендованных. Международные трансфер-агенты (регистраторы) *Computershare*, *LINK*, *Equiniti* и *Capital registrars* предоставляют услуги по организации трансграничного *proxy voting*.

<sup>1</sup> См. разъяснения SEC по вопросам голосования по доверенности. [Электронный ресурс] URL: <https://www.sec.gov/spotlight/proxymatters.shtml>.

<sup>2</sup> См. форму доверенности, приводимой SEC, в качестве примера. [Электронный ресурс] URL: [https://www.sec.gov/spotlight/proxymatters/proxy\\_sample.htm](https://www.sec.gov/spotlight/proxymatters/proxy_sample.htm).

<sup>3</sup> См.: Ernst & Young. Публикация по вопросам голосования по доверенности. [Электронный ресурс] URL: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ProxyStatements\\_CC0339\\_November2011/\\$FILE/ProxyStatements\\_CC0339\\_November2011.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ProxyStatements_CC0339_November2011/$FILE/ProxyStatements_CC0339_November2011.pdf).

Вообще, именно США являются родиной систематического раскрытия корпоративной информации. Впервые о необходимости полного раскрытия информации было сказано в книге американского судьи *Louise D. Brandeis «Other People's Money and How the Bankers Use It»*, вышедшей в свет в 1914 г. Позже Президент США Франклин Делано Рузвельт использовал предложенные судьей аргументы в пользу необходимости раскрытия информации в своей предвыборной кампании после биржевого краха 1929 г.

Касательно понятия раскрытия информации стоит отметить, что хотя законодательство США и не содержит определения раскрытия информации, но Закон о ценных бумагах 1933 г. базируется на нем как главенствующем принципе, согласно которому эмитенты обязаны полностью раскрывать всю существенную информацию, которая может потребоваться рациональному инвестору для принятия самостоятельного инвестиционного решения. Существенной считается такая информация, непредставление или искажение которой может повлиять на экономические решения, принимаемые пользователями информации. Ее раскрытие осуществляется в США через информационные агентства.

Законодательство США о рынке ценных бумаг предусматривает обязательность раскрытия информации при первоначальном размещении ценных бумаг (*Initial Public Offering (IPO)*), а также при вторичной торговле ценными бумагами. В последнем случае обязанность по периодическому раскрытию информации распространяется на компании, активы которых превышают 10 млн долл. США и количество владельцев ценных бумаг которых превышает 500<sup>1</sup>.

Регуляторы в США и других странах хотят уточнить понятие «существенности», с учетом которого эмитенты принимают решение о том, какую информацию они должны раскрывать акционерам. Американское и европейское законодательство не содержит исчерпывающего списка существенных событий, информацию о которых эмитенты должны раскрывать. Решение, что важно и что нет, компания принимает сама, исходя из того, что она считает «существенным» для рынка и раскрывает информацию, например, через *Bloomberg* или иное агентство.

<sup>1</sup> См. официальный сайт Комиссии по ценным бумагам и биржам США The Laws That Govern the Securities Industry. [Электронный ресурс] URL: <http://www.sec.gov/about/laws.shtml>.

Международный совет по стандартам бухгалтерской отчетности (*International Accounting Standards Board*) предложил расширить права руководителей компании при принятии решений о том, что они считают существенным.

Аналогичный американский орган (*U. S. Financial Accounting Standards Board*) намерен уточнить понятие «существенности» как юридической концепции. Американская комиссия по ценным бумагам и биржам (*The United States Securities and Exchange Commission (SEC)*) собирает сейчас экспертные мнения о том, как повысить полезность раскрываемой компаниями финансовой информации.

Американская торговая палата (*U. S. Chamber of Commerce*) считает, что вопрос о «существенности» назрел из-за чрезмерного усложнения в последнее время требований к раскрытию. Для компаний раскрытие стоит все дороже. Подготовительная работа, написание самих отчетов и их публикация могут обходиться в суммы, исчисляемые миллионами или даже десятками миллионов долларов. В то же время иски в связи с ошибками в отчетности могут обойтись еще дороже с точки зрения репутационных рисков.

Многие компании сомневаются в том, насколько нужна раскрываемая ими информация инвесторам. В то же время инвесторы и аналитики опасаются, что эмитенты, если дать им полную свободу в вопросах раскрытия, резко сократят объемы публикуемой информации.

---

Подобное положение дел в США, как это ни парадоксально, связано с давностью существования здесь развитого рынка финансовых инструментов, возникшего задолго до эпохи компьютеров и Интернета, и соответствующими традициями применения бумажного документооборота в этой сфере, которые в такой стране, как США, по праву считающейся одним из лидеров информационных технологий, могут быть технически просто преодолены. Однако это требует существенных изменений огромного массива существующего законодательства страны и отдельных ее штатов.

## Великобритания

В центральном депозитарии Соединенного Королевства *CREST* (под управлением *Euroclear UK & Ireland*) на счетах учитываются бумаги, принадлежащие их держателям, и эта информация отражается в реестре акционеров эмитента. В целом реестр акционеров состоит из счетов *CREST* и счетов зарегистрированных владельцев. Ценные бумаги в системе *CREST* могут учитываться как на счете бенефициарного владельца, так и на счетах номинального держателя, хранящего акции своих клиентов. Информация из реестра поддается раскрытию<sup>2</sup>.

Публичные компании, зарегистрированные в Великобритании, имеют право требовать раскрытия информации о любом акционере, владеющем их акциями. Данное право позволяет компаниям идентифицировать бенефициарных владельцев, находящихся под номинальным держателем, зарегистрированным в *CREST*.

На практике эмитент (или его агент) направляет запросы на раскрытие информации по так называемой каскадной схеме и, таким образом, может проследить всю цепочку владения своими ценными бумагами — от номинального держателя в системе *CREST* до конечных владельцев акций. Каждый из нижестоящих держателей акций обязан предоставить информацию о том, на чье имя зарегистрированы акции на их счетах. Запросы на раскрытие могут направляться в любой момент времени. В случае если подобный запрос оставлен без ответа, применяется комплекс мер — от лишения зарегистрированного лица части его прав (по решению суда) до штрафов и лишения свободы. Все ответы на запросы на раскрытие информации должны быть занесены в список участия в акционерной собственности (*Register of Interests*)<sup>3</sup>, который является публичным документом.

В то же время в процессе раскрытия информации о структуре собственности акционерной компании есть свои трудности. Рассылка осуществляется по почте или по электронным адре-

<sup>1</sup> *CREST* — это система, выполняющая функции центрального и клирингового института фондового рынка, признаваемая центральным депозитарием в Великобритании. [Электронный ресурс] URL: <https://www.crestco.uk/>.

<sup>2</sup> См.: *Tamary Б.* Прозрачность владения акциями и взаимодействие с акционерами // Депозитариум. 2014. № 5 (135). С. 23.

<sup>3</sup> *Register of Interests* (список участия в акциях) — список лиц, владеющих более чем 3% акций компании. Этот список обязаны вести все открытые акционерные компании.

сам, что является гарантией их доставки адресатам. Время поступления ответа на запрос от разных держателей также может значительно различаться. Необходимость отправки повторных запросов тоже замедляет этот процесс. Кроме того, крайне сложно получить точную информацию о бенефициарном владельце, если он находится за пределами Великобритании (особенно это относится к рынкам Швейцарии и Люксембурга). В свою очередь, эмитенты редко прибегают к принудительным или карательным мерам (таким, как штрафы) в отношении тех владельцев акций, кто не раскрылся перед ними<sup>1</sup>.

Британские эмитенты обязаны уведомлять зарегистрированных лиц о корпоративных действиях. Более того, для ценных бумаг, торгующихся на бирже, номинальный держатель, являющийся зарегистрированным лицом, может попросить эмитента направить информацию напрямую бенефициарам путем почтовой или электронной рассылки. Процесс раскрытия номинальным держателем конечных владельцев акций именуется *Information rights*, но распространен не слишком широко, так как степень привлечения акционеров к участию в собраниях при подобном способе взаимодействия невысока. Такие бенефициарные владельцы, раскрываемые номинальным держателем, не имеют права голосовать напрямую.

Корпоративная информация направляется зарегистрированным лицам по почте (на бумажных носителях) либо на адрес электронной почты (если акционер выбрал такой способ коммуникации). Вместе с тем эмитент имеет право консультировать инвесторов о способах получения ими информации и рекомендовать наиболее удобный способ взаимодействия. Если ответа на рекомендации эмитента от инвестора не поступает, считается, что акционер дает согласие на получение корпоративной информации, материалов и уведомлений через сайт компании-эмитента. В этом случае акционеру на почтовый адрес направляется уведомление с указанием названия сайта, где размещаются соответствующие материалы.

Номинальные держатели, имеющие счета в системе *CREST*, получают материалы от эмитентов как зарегистрированные в реестре лица. При этом эмитенты не обязаны направлять материалы и уведомления напрямую бенефициарным владельцам, кро-

<sup>1</sup> См.: *Tamary Б.* Указ. соч. С. 23.

ме тех акционеров, которые были указаны в рамках процесса *Information rights*. Более того, в соответствии с законодательством Великобритании, номинальный держатель также не обязан направлять материалы своим клиентам — рассылка материалов или уведомлений и право голоса конечного держателя определяются условиями договоров номинальных держателей с их клиентами. Принимать же участие в голосовании на общем собрании акционеров могут только зарегистрированные в реестре лица. Бенефициарные владельцы могут посещать собрания акционеров или голосовать напрямую, только если они соответствующим образом были раскрыты номинальным держателем, который является зарегистрированным лицом в реестре.

Большинство бенефициарных владельцев должны направлять соответствующие инструкции по голосованию номинальному держателю. Как и на других рынках, существует множество механизмов, через которые бенефициарные владельцы направляют инструкции по голосованию, включая специализированные услуги посредников и возможности использования платформ для электронного голосования. Наличие многоуровневой системы учета прав на ценные бумаги часто приводит к тому, что у бенефициарного владельца недостаточно времени для принятия решения по голосованию и передаче своих инструкций по сравнению с тем количеством времени, которым располагают лица, зарегистрированные в реестре. При этом не все посредники и номинальные держатели обеспечивают возможность голосования.

Голосование зарегистрированных в реестре лиц на собрании акционеров обычно проходит путем подачи инструкции для голосования или бюллетеня в бумажном или электронном виде. Как правило, владельцы, зарегистрированные в реестре, заполняют бюллетень в бумажной форме или голосуют через сайт эмитента (или его агента). В свою очередь, лица, зарегистрированные в *CREST*, обычно используют ее информационную систему, если это технически возможно (что облегчает получение инструкций как от акционеров, зарегистрированных в системе, так и от провайдеров услуг по голосованию). Голосование на собрании по телефону возможно, но используется крайне редко.

Хотя структура акционерной собственности на фондовом рынке Великобритании обладает большей прозрачностью для

эмитентов, чем на многих других рынках, можно констатировать, что многоуровневая централизованная информационная система распространения корпоративной информации и вовлечения акционеров в корпоративные действия даже в Великобритании не обеспечивает всех акционеров равными возможностями на реализацию их прав.

### Германия

Права на именные акции на германском рынке ценных бумаг в основном учитываются непосредственно в немецком центральном депозитарии — *Clearstream Frankfurt*<sup>1</sup>. Хотя примерно половина всех акций, входящих в базу расчета фондового индекса *Deutsche Aktien Index (DAX 30)*<sup>2</sup>, именные, однако на локальном рынке в целом преобладают акции на предъявителя, владельцы которых в каждый момент времени не прозрачны для их эмитентов, между корпоративными действиями коммуницирующих с ними исключительно путем раскрытия корпоративной информации.

Информация о перечне указанных счетов владельцев именных акций ежедневно направляется *Clearstream* регистратору эмитента для сверки и уточнения реестра. Держатель акций, на чье имя открыт счет в *Clearstream*, наделен юридическим статусом собственника (*legal title*)<sup>3</sup> на акции. Держатели акций могут учитывать их напрямую на своих счетах либо через номинального держателя на счетах «омнибус»<sup>4</sup> и на сегрегированных счетах<sup>5</sup>. Зарубежные владельцы акций немецких эмитентов обычно используют для этого счета «омнибус» локальных кастодианов как их номинальных держателей.

Ранее, из-за того что происходили регулярные задержки в перерегистрации прав на акции и большие их пакеты учитывались посредниками на так называемых незарегистрированных счетах,

<sup>1</sup> См.: *Tamary B.* Указ. соч. С. 25.

<sup>2</sup> URL: <https://ru.wikipedia.org/wiki/DAX>.

<sup>3</sup> Правовой титул, основанный на общем праве и представляющий собой право собственности на активы.

<sup>4</sup> Счет ценных бумаг, открытый в центральном депозитарии или посреднике, на котором хранятся совокупные активы нескольких акционеров. Другое название — *pooled*-счет.

<sup>5</sup> Счет ценных бумаг, открытый в центральном депозитарии или посреднике, на котором хранятся активы только одного акционера. Другое название — *designated*-счет.

рынок был менее прозрачным для эмитентов. Однако после внесения изменений в законодательство ФРГ в 2008 г. ситуация улучшилась. Эмитент в Германии имеет полный доступ к своему реестру, однако публично данная информация не раскрывается. Зарегистрированные акционеры могут потребовать раскрытия им информации только о своей позиции в реестре. В то же время владельцы как акций на предъявителя, так и именных акций могут запросить у эмитента список акционеров, имевших право голосовать на двух прошедших годовых общих собраниях акционеров (ОСА)<sup>1</sup>.

Кроме того, эмитенты наделены правом требования списков раскрытия от номинальных держателей. Такое раскрытие является обязательным, и его несоблюдение влечет за собой потерю акционером права голоса. Локальные кастодианы и инвесторы в основном соблюдают это требование, однако сложности в раскрытии возникают при нахождении акционера за пределами Германии. Это связано с тем, что, как и на многих других рынках, в Германии не существует стандартной процедуры идентификации владельцев ценных бумаг, что снижает ее эффективность для эмитента. Однако провайдеры информационных услуг разработали специальные автоматизированные программные продукты по идентификации акционеров, которые помогают постепенно улучшать ситуацию<sup>2</sup>.

Эмитент обязан направлять материалы и уведомления о корпоративных действиях только зарегистрированным лицам, в то время как бенефициарным владельцам акций направление информации законодательно не требуется. Информация может быть направлена как в электронном, так и в бумажном виде по выбору акционера либо исключительно в электронной форме, если это закреплено в Уставе эмитента. Сообщения об ОСА также должны быть опубликованы в федеральной газете *Bundesanzeiger*<sup>3</sup>. Кроме того, некоторые эмитенты дополнительно продолжают публиковать сообщения в популярном среди банков журнале *Wertpapier Mitteilungen*.

Номинальные держатели также не обязаны направлять информацию о корпоративных событиях своим клиентам — бенефициарным владельцам. Тем не менее на практике бенефициарные владельцы ценных бумаг имеют возможность проголосовать

<sup>1</sup> См.: *Tamary B.* Указ. соч. С. 25.

<sup>2</sup> URL: [http://www.viseq.eu/index\\_en.html](http://www.viseq.eu/index_en.html).

<sup>3</sup> URL: <https://www.bundesanzeiger.de/ebanzwww/wexsservlet>.

на ОСА, получив форму для заочного голосования *Briefwahl* от своего номинального держателя<sup>1</sup>.

Как правило, только зарегистрированные в реестре лица могут подавать инструкции по голосованию непосредственно эмитенту, а бенефициарные владельцы должны передать инструкции через своих номинальных держателей. Проголосовать можно заочно бумажным бюллетенем, по факсу или через Интернет, а также очно — на собрании.

Информация о корпоративных действиях для владельцев акций на предъявителя направляется агентом эмитента через посредников и номинальных держателей для передачи их клиентам в электронной или бумажной форме (по желанию акционера). Владельцы акций на предъявителя могут голосовать как по доверенности через своих представителей и номинальных держателей, так и очно на собрании (при условии, что не позднее чем за 21 день до ОСА раскрыли информацию о себе эмитенту через номинального держателя).

Очевидно, что немецкий опыт функционирования многоуровневой иерархической системы раскрытия корпоративной информации и корпоративных действий имеет континентальную специфику, связанную с большей долей акций на предъявителя и основанную на давних традициях выпуска документарных ценных бумаг. Это само по себе препятствует полноценной реализации прав их владельцев на участие в собрании акционеров в сочетании с довольно архаичными технологиями раскрытия информации и реализации корпоративных действий.

### Испания

Акции всех публичных компаний Испании хранятся в *Iberclear*<sup>2</sup> — испанском центральном депозитарии. С 2011 г. эмитенты получили законодательно закрепленное право требовать раскрытия информации обо всех своих инвесторах (ст. 497 Закона о корпорациях). Кроме того, все посредники и номинальные

<sup>1</sup> См.: *Tamary B.* Указ. соч. С. 26.

<sup>2</sup> Менее крупные эмитенты, имеющие листинг на бирже, используют возможность делегирования функции ведения реестра и обращаются не в *Iberclear*, а к другим уполномоченным участникам рынка.

держатели, представляющие акционеров на ОСА, обязаны раскрывать эмитенту все полученные ими инструкции по голосованию с указанием количества голосующих акций. Это правило распространяется как на стратегические компании-эмитенты<sup>1</sup>, выпускающие именные акции, так и на эмитентов, чьи акции выпущены на предъявителя. Кроме того, информация обо всех сделках с именными акциями должна доводиться до сведения их эмитентов<sup>2</sup>.

С января 2014 г. на испанском фондовом рынке обеспечивается сопоставимый уровень идентификации конечных владельцев как именных акций, так и акций на предъявителя. Эмитенты или их регистраторы ежедневно получают от *Iberclear* информацию об их акционерах и транзакциях с ценными бумагами. Таким образом поддерживается автоматизированный электронный документооборот в отношении всех владельцев счетов, на которых хранятся бумаги того или иного эмитента.

В целом прозрачность владения акциями испанских эмитентов в отношении локальных инвесторов довольно высока, несмотря на то, что среди них также преобладают бумаги на предъявителя. В результате того, что существуют отработанные процедуры раскрытия номинальными держателями информации о счетах, на которых учитываются акции, и их владельцах, испанские эмитенты обладают актуальной информацией о структуре своей собственности. В соответствии с законом доступ к этой информации (по запросу) предоставляется и акционерам. Другое дело, что в отношении иностранных инвесторов эмитенты обладают лишь предоставляемыми *Iberclear* данными о клиенте номинального держателя, зарегистрированного в центральной депозитарии, который, в свою очередь, обычно является посредником, а не бенефициарным владельцем акций<sup>3</sup>.

Следует отметить, что информацию о владельцах акций на предъявителя *Iberclear* в любое время предоставляет эмитентам по запросу и за вознаграждение. Однако в связи с высокой стои-

<sup>1</sup> К стратегическим компаниям относятся, например, авиакомпании, банки и иные финансовые институты.

<sup>2</sup> См.: *Tataru B.* Прозрачность владения акциями и взаимодействие с акционерами // Депозитариум. 2015. № 1 (136). С. 22. [Электронный ресурс] URL: [http://www.cogproactions.ru/common/img/uploaded/files/depo/136/22-27\\_Tataru.pdf](http://www.cogproactions.ru/common/img/uploaded/files/depo/136/22-27_Tataru.pdf).

<sup>3</sup> ООО «ИНФИ ПАРТАД». Отчет по первому этапу НИР «Объединенная система раскрытия информации на финансовых рынках ЕАЭС, в том числе унификация требований к ее форматам и каналам передачи». С. 39.

мостью данной услуги такого рода запросы обычно привязаны к запланированным корпоративным действиям и событиям.

В соответствии с требованиями испанского законодательства информация о проведении ОСА обычно публикуется на официальном сайте эмитента. Уставом компании может быть предусмотрена и публикация информации о собрании акционеров в официальном бюллетене и на сайте регулятора (*CNMV*)<sup>1</sup>. Владельцы именных акций имеют право запросить у эмитента материалы к ОСА на бумажном носителе.

Эмитенты также обязаны предоставлять в электронном виде информацию о корпоративных событиях в *Iberclear*, который, в свою очередь, транслирует ее своим участникам. В свою очередь, обязанность посредников и номинальных держателей доводить информацию о корпоративных событиях до последующих уровней учета акционерных прав прописывается в конкретных клиентских договорах.

Владельцы акций испанских эмитентов, информация о которых раскрывается в составляемом *Iberclear* списке владельцев, наделены правом голосовать на соответствующих ОСА по почте, путем заполнения инструкции по голосованию через соответствующие интернет-платформы и непосредственно на ОСА (лично или через доверенное лицо).

Таким образом, испанская система организации участия в корпоративных действиях и распространения соответствующей информации близка к британской (обладая примерно теми же достоинствами и недостатками) и находится технологически на более высоком уровне, чем, скажем, в Германии.

### Италия

В Италии акции всех публичных компаний учитываются в центральной депозитарии — *Monte Titoli*<sup>2</sup> на счетах соответствующих посредников — номинальных держателей. Эмитент составляет список владельцев акций на основании данных, полученных от посредников перед проведением каких-либо корпоративных действий, например выплаты дивидендов. В то же время инвестор,

<sup>1</sup> URL: <http://www.cnmv.es/portal/home.aspx>.

<sup>2</sup> URL: <http://www.lseg.com/monte-titoli-italiano>.

собирающийся принять участие в ОСА, обязан предварительно раскрыть информацию о себе эмитенту<sup>1</sup>.

В период между корпоративными действиями обновление информации происходит крайне редко и лишь при определенных обстоятельствах. Например, когда конечный владелец акций дает распоряжение своему посреднику обеспечить внесение информации о нем в реестр эмитента. Таким образом, динамика перехода прав собственности на акции обычно отражается на счетах посредников — номинальных держателей, которые и обладают актуальной информацией о владельцах ценных бумаг<sup>2</sup>.

Однако в итальянском законодательстве<sup>3</sup> предусмотрено право эмитентов запросить у посредников-кастодианов раскрытия информации о своих клиентах в любое время, но только если это предусмотрено внутренними документами компании.

Процесс раскрытия информации о корпоративных событиях (в рамках корпоративных действий, голосования или по запросу эмитента) стандартизирован посредством ИТ-платформ, управляемых *Monte Titoli* и компанией *КСА*. Эти платформы на конкурентной основе координируют обмен информацией между эмитентами и посредниками — номинальными держателями счетов в *Monte Titoli*.

Так же как и в Испании, в Италии эмитенты не направляют напрямую материалы о корпоративных действиях инвесторам без прямого запроса с их стороны, а публикуют их на своих сайтах и в газетах. В то же время *Monte Titoli* осуществляет рассылку документов в электронной форме, полученных от эмитентов, посредникам-кастодианам, которые обычно пересылают ее владельцам ценных бумаг. Документация по *proxu*-голосованию на ОСА размещается на сайте эмитента. Инвестор может и самостоятельно реализовать свое право голоса путем личного присутствия на ОСА.

Состояние дел с вовлечением акционеров в корпоративную жизнь в духе Принципов КУ, как нам представляется, в Италии

<sup>1</sup> См.: *Tataru B.* Прозрачность владения акциями и взаимодействие с акционерами // Депозитариум. 2015. № 1 (136). С. 24. [Электронный ресурс] URL: [http://www.corporations.ru/common/img/uploaded/files/depo/136/22-27\\_Tataru.pdf](http://www.corporations.ru/common/img/uploaded/files/depo/136/22-27_Tataru.pdf).

<sup>2</sup> ООО «ИНФИ ПАРТАД». Отчет по первому этапу НИР «Объединенная система раскрытия информации на финансовых рынках ЕАЭС, в том числе унификация требований к ее форматам и каналам передачи». С. 40.

<sup>3</sup> URL: [http://www.consob.it/mainen/documenti/english/laws/fr\\_decree58\\_1998.htm#Article\\_83-duodecies](http://www.consob.it/mainen/documenti/english/laws/fr_decree58_1998.htm#Article_83-duodecies).

несколько хуже, чем во всех выше рассмотренных юрисдикциях, и предполагает значительное усмотрение эмитентов и посредников — номинальных держателей в вопросе полноты информационного взаимодействия с бенефициарными владельцами ценных бумаг. Однако наличие более чем одного провайдера информационных услуг в сфере корпоративных действий в Италии следует приветствовать.

### Франция

Во Франции именные акции учитываются следующими способами:

- напрямую в реестре эмитента («чистые» именные акции);
- на счете посредника — номинального держателя в центральном депозитарии (*Euroclear France*), структура владения которыми прозрачна для эмитента («администрируемые» акции);
- на счетах посредников, бенефициарный владелец которых не прозрачен для эмитента (акции «номинального держания»)<sup>1</sup>.

Эмитенты обладают правом на доступ к информации о владельцах их акций, но реализуют его с некоторыми проблемами.

Информация о держателях счетов в центральном депозитарии предоставляется эмитенту или его регистратору от *Euroclear France* в рамках *Titre au Porteur Identifiable (TPI)* — платного отчета, выпускаемого *Euroclear France*<sup>2</sup>.

Акции на предъявителя также хранятся в *Euroclear France* на счетах, открытых на имя бенефициарного владельца (для резидентов) или на счетах зарегистрированных посредников (для инвесторов-нерезидентов), и информация об этом тоже доступна для эмитента в формате *TPI*, комиссия *Euroclear France* за составление которого может быть весьма высокой для эмитента. Имея эту информацию, эмитенты могут в любое время потребовать от номинальных держателей нижестоящих уровней уже бесплатного раскрытия информации о своих клиентах<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> ООО «ИНФИ ПАРТАД». Отчет по первому этапу НИР «Объединенная система раскрытия информации на финансовых рынках ЕАЭС, в том числе унификация требований к ее форматам и каналам передачи». С. 43.

<sup>2</sup> См.: *Tataru B.* Прозрачность владения акциями и взаимодействие с акционерами // Депозитариум. 2015. № 1 (136). С. 25.

<sup>3</sup> ООО «ИНФИ ПАРТАД». Отчет по первому этапу НИР «Объединенная система раскрытия информации на финансовых рынках ЕАЭС, в том числе унификация требований к ее форматам и каналам передачи». С. 43.

К сожалению, большая часть работы по определению владельцев акций осуществляется в ручном режиме и на бумажных носителях. Такого рода состояние дел диссонирует с общим уровнем информационных технологий в такой развитой стране, как Франция.

В то же время в отношении информирования владельцев любых акций французских эмитентов о корпоративных действиях дела обстоят значительно лучше. Еще в 2012 г. экспертами Французской ассоциации специалистов по ценным бумагам (*AFTI*)<sup>1</sup> была разработана система *VotAccess* — ИТ-платформа для распространения материалов к собраниям и обеспечения процесса, доступ к которой, в том числе номинальным держателям и их клиентам, предоставляют эмитенты.

Кроме того, эмитент обязан направить всем владельцам именных акций материалы ОСА на бумажном носителе или опубликовать корпоративную информацию на своем сайте.

В отношении акций на предъявителя эмитент обязан уведомить только номинальных держателей и опубликовать информацию в сети Интернет. Правом направлять голоса напрямую эмитенту обладают только зарегистрированные в реестре лица. Владелец акций может участвовать в голосовании на ОСА заочно через Интернет, путем направления бумажных бюллетеней, а также посредством личного присутствия на ОСА владельца акций. В последнем случае владельцу акций на предъявителя обслуживающим его посредником должен быть выдан сертификат, удостоверяющий право собственности на ценные бумаги.

Так или иначе, но система информационного взаимодействия французских эмитентов со своими акционерами выглядит громоздко и запутанно. Несколько лучше, чем в Италии, но хуже, чем в Испании, которая осуществила в последние годы существенный технологический апгрейд своей иерархической системы учета собственности на ценные бумаги, дополнив ее системой поддержки корпоративных действий.

<sup>1</sup> L'Association Française Des Professionnels Des Titres. [Электронный ресурс] URL: <http://www.afti.asso.fr>.

## Япония

Главным звеном учетной системы Японии тоже является центральный депозитарий — *JASDEC*, ведущий счет номинального держания в отношении большей части японских акций. У японских эмитентов акций нет законного права требовать от номинальных держателей раскрытия информации о бенефициарных владельцах, учитываемых в депозитарной системе во главе с центральным депозитарием, что затрудняет информирование их о корпоративных действиях. Несмотря на это, большинство институциональных инвесторов учитывают свои ценные бумаги у кастодианов, имеющих счет в центральном депозитарии или у нижестоящих посредников.

Обычно эмитент получает обновленные данные о содержании счетов номинальных держателей из *JASDEC*<sup>1</sup> дважды в год. Эмитенты могут запрашивать эти сведения из японского ЦД и чаще. Но так как это стоит дорого, актуальная информация о движении его ценных бумаг эмитенту де-факто недоступна. Это же касается и полной информации о структуре акционерной собственности в связи с тем, что номинальные держатели могут учитывать акции как на счетах «омнибус», так и на сегрегированных счетах. По этой причине идентификацию бенефициарного владельца можно по их данным провести далеко не всегда.

Все извещения о корпоративных действиях и материалы к ОСА японские эмитенты обязаны направлять зарегистрированным в реестре лицам, включая номинальных держателей. Договорами между инвесторами и посредниками обычно предусмотрена обязанность последних пересылать эту информацию и документы в электронном виде вниз по депозитарной цепочке, хотя это и не обусловлено требованиями законодательства<sup>2</sup>.

Акционеры имеют право голосовать на ОСА как лично, так и по доверенности, а бенефициарные владельцы обязаны голосовать через своего посредника.

Специфика учетной системы Японии является причиной неэффективности процесса голосования и ограниченного уча-

<sup>1</sup> Japan Securities Depository Center, Inc. [Электронный ресурс] URL: <http://www.jasdec.com/en/>.

<sup>2</sup> ООО «ИНФИ ПАРТАД». Отчет по первому этапу НИР «Объединенная система раскрытия информации на финансовых рынках ЕАЭС, в том числе унификация требований к ее форматам и каналам передачи». С. 46.

ствия акционеров в ОСА японских эмитентов, хотя в последние годы начала активно внедряться ИТ-платформа для электронного голосования, которая находится под управлением *Investors Communication Japan (ICJ)*<sup>1</sup>.

Используя данную систему, инвесторы имеют возможность получать сообщение о собрании в день его публикации и направлять инструкции по голосованию в срок до одного дня до собрания, а не за 10, как при бумажном документообороте.

От учетной системы прав собственности на ценные бумаги и организованной на ее основе системы раскрытия корпоративной информации и поддержки корпоративных действий Японии, на протяжении 40 лет прошлого века рассматриваемой в качестве одного из мировых лидеров НТР, мы ожидаем в будущем гораздо большего на основе применения новых информационных технологий XXI в.

## Китай

Все акции публичных компаний КНР учитываются в центральном депозитарии — Депозитарно-клиринговой корпорации Китая (*China Securities Depository & Clearing Co Ltd (SD&C)*)<sup>2</sup>, которая контролируется государством и выступает центральным регистратором. Счета в *SD&C* открываются непосредственно на имя локального частного инвестора, благодаря чему они удостоверяют права на акции напрямую, без дорогостоящей и влекущей операционные риски депозитарной цепочки номинальных держателей или других посредников.

Каждый китайский эмитент ценных бумаг ежемесячно и бесплатно получает из *SD&C* список крупнейших акционеров. Полный список акционеров представляется эмитенту на дату закрытия реестра в канун проведения корпоративного действия или по запросу эмитента при предоставлении им соответствующего обо-

<sup>1</sup> Дочерняя компания Broadridge Financial Solutions, Inc., Tokyo Stock Exchange, Inc. (TSE) и Japan Securities Dealers Association (JSDA). Начиная с 2005 г. она предоставляет японским и институциональным инвесторам по всему миру возможность получать информацию о собраниях акционеров и направлять бюллетени по голосованию напрямую эмитентам и их агентам.

<sup>2</sup> URL: [http://www.chinaclear.cn/english/en\\_index.shtml](http://www.chinaclear.cn/english/en_index.shtml).

снования. Эта информация конфиденциальна и недоступна для публичного просмотра<sup>1</sup>.

Так как китайский фондовый рынок ориентирован преимущественно на локальных инвесторов, то иностранные инвесторы могут выходить на него исключительно через программу Квалифицированных иностранных институциональных инвесторов (*Qualified Foreign Institutional Investors (QFII)*)<sup>2</sup> или путем торговли В-акциями<sup>3</sup>. Участник *QFII* — это обычно иностранный посредник, который является зарегистрированным в реестре лицом. При этом эмитент не имеет доступа к данным о конечных владельцах ценных бумаг, представленных в реестре таким посредником.

В отличие от европейских юрисдикций эмитенты в Китае вообще не направляют корпоративные материалы напрямую своим акционерам, а раскрывают ее исключительно через СМИ. Считается, что инвестор сам должен осуществлять мониторинг информационного пространства и загружать из него необходимые ему корпоративные документы<sup>4</sup>. Участники *QFII* тоже не обязаны направлять какие-либо известные им корпоративные материалы дальше по цепочке депозитарного учета собственников. В том, что касается принятия общих вопросов повестки дня на собраниях, акционеры могут либо направить заполненные бюллетени по почте, либо присутствовать лично.

В отношении ряда специальных вопросов повестки дня ОСА акционер, желающий проголосовать на нем заочно, обязан воспользоваться одной из систем электронного голосования предоставляемых Шанхайской<sup>5</sup> и Шэньчжэньской<sup>6</sup> биржами или *SD&C*.

Важным фактором, снижающим интерес инвесторов к участию в ОСА китайских эмитентов, является то, что государство,

<sup>1</sup> См.: *Tatary B.* Прозрачность владения акциями и взаимодействие с акционерами // Депозитарий. 2014. № 4 (134). С. 30. [Электронный ресурс]: URL: [http://www.nsd.ru/common/img/uploaded/files/depo/134/Depositarium\\_all.pdf](http://www.nsd.ru/common/img/uploaded/files/depo/134/Depositarium_all.pdf).

<sup>2</sup> URL: <http://english.sse.com.cn/investors/introductiontoQFII/whatisQFII/>.

<sup>3</sup> В-акции (*B Shares*) — акции, прошедшие листинг на китайских биржах и торгуемые в иностранной валюте. В Шанхае В-акции торгуются в долларах США, а на Шэньчжэньской бирже — в гонконгских долларах.

<sup>4</sup> ООО «ИНФИ ПАРТАД». Отчет по первому этапу НИР «Объединенная система раскрытия информации на финансовых рынках ЕАЭС, в том числе унификация требований к ее форматам и каналам передачи». С. 50.

<sup>5</sup> URL: <http://english.sse.com.cn/>.

<sup>6</sup> URL: <http://www.szse.cn/main/en/>.

владея значительными пакетами акций в публичных компаниях, зачастую блокирует инициативы миноритарных акционеров. Эта ситуация типична и для крупных постсоветских стран, как Россия и Казахстан.

Китайский язык корпоративной информации и материалов и отсутствие обязанности эмитента адресно доносить ее до инвестора существенно снижают уровень раскрытия информации и корпоративного управления с точки зрения оценки эффективности применения принципов G20/ОЭСР.

### Гонконг

Иначе дело обстоит в Гонконге. Инвесторы этого особого района КНР имеют возможность выбирать между хранением ценных бумаг через посредника в центральной депозитарии либо непосредственно в документарной форме в реестре<sup>1</sup>.

Центральный депозитарий — Центральная система клиринга и расчетов (*Central Clearing and Settlement System (CCASS)*)<sup>2</sup> — хранит сертификаты на ценные бумаги и учитывает права собственности на ценные бумаги в реестре с помощью своего же номинального держателя — Компании по клирингу ценных бумаг Гонконга (*Hong Kong Securities Clearing Company Ltd (HKSCC Nominees Ltd)*)<sup>3</sup>.

Хотя частные инвесторы, имеющие счета в системе учета *CCASS*, и имеют право отказаться от автоматического раскрытия информации о своем владении ценными бумагами, эмитенты и иные заинтересованные лица могут получить полную информацию обо всех держателях ценных бумаг в *CCASS* за комиссионное вознаграждение<sup>4</sup>.

Эмитенты имеют право на направление запросов соответствующим посредникам о раскрытии бенефициарных владель-

<sup>1</sup> См.: Татару Б. Прозрачность владения акциями и взаимодействие с акционерами // Депозитариум. 2014. № 4 (134). С. 31. [Электронный ресурс] URL: [http://www.nsd.ru/common/img/uploaded/files/depo/134/Depositarium\\_all.pdf](http://www.nsd.ru/common/img/uploaded/files/depo/134/Depositarium_all.pdf).

<sup>2</sup> URL: <http://www.hkex.com.hk/eng/market/clr/secclr/ccass3/ccass3.htm>.

<sup>3</sup> URL: <http://www.hkex.com.hk/eng/market/partcir/hksccl/2014hksccl.htm>.

<sup>4</sup> ООО «ИНФИ ПАРТАД». Отчет по первому этапу НИР «Объединенная система раскрытия информации на финансовых рынках ЕАЭС, в том числе унификация требований к ее форматам и каналам передачи». С. 48.

цев по состоянию на любую дату за последние три года. О результатах своих запросов эмитенты обязаны уведомлять Комиссию по ценным бумагам и фьючерсам (*Securities and Futures Commission (SFC)*)<sup>1</sup> и Гонконгскую фондовую биржу (*Hong Kong Stock Exchange (HKEx)*)<sup>2</sup>, раскрывающую ее на своем сайте. К сожалению, процесс востребования указанной информации осуществляется в ручном и неформализованном режиме, не позволяющем прогнозировать срок получения ответа, хотя непредоставление информации может повлечь за собой административную и уголовную ответственность.

Закон обязывает эмитентов уведомлять акционеров о корпоративных действиях, а также направлять им информационные материалы, включая годовые отчеты компании. Также правила листинга *HKEx* требуют, чтобы при поступлении соответствующего запроса эмитенты в кратчайшие сроки рассылали корпоративные сообщения напрямую участникам *CCASS* (хотя локальное законодательство и не обязывает номинальных держателей передавать информацию от эмитента своим клиентам) или идентифицированным бенефициарным владельцам акций.

Уведомление о размещении корпоративных материалов на сайте биржи и эмитента с соответствующими ссылками направляется агентом эмитента на почтовый адрес зарегистрированного лица в бумажном виде. Электронное же взаимодействие между ними допускается, как и в Германии, если оно предусмотрено внутренними положениями эмитента, но только с согласия зарегистрированного в реестре акционеров лица. Выбор языка взаимодействия эмитента и зарегистрированного лица (английский, китайский или оба) также остается за последним. Он же имеет право голосовать на ОСА лично, через доверенное лицо или через ИТ-платформу. Акционеры, чьи ценные бумаги учитываются у номинальных держателей, должны направлять инструкции по голосованию через них, вверх по депозитарной цепочке. И уже тот номинальный держатель, который является участником *CCASS*, консолидирует голоса, поступившие от нижестоящих уровней депозитарного учета через платформу голосования ЦД.

<sup>1</sup> URL: <http://www.sfc.hk/web/index.html>.

<sup>2</sup> URL: <http://www.hkex.com.hk/eng/index.htm>.

## Индия

Для индийского рынка ценных бумаг характерно наличие целых двух центральных депозитариев (Национальный депозитарий по ценным бумагам (*National Securities Depository Limited, (NSDL)*)<sup>1)</sup> и Центральная депозитарная служба (*Central Depository Services (India) Limited (CDSL)*)<sup>2)</sup> и преобладание локальных инвесторов.

Инвесторы могут владеть акциями напрямую в реестре в форме сертификатов или же учитывать их в бездокументарной форме в одном из центральных депозитариев. В случае бездокументарного учета зарегистрированным в реестре (номинальным) владельцем становится соответствующий центральный депозитарий, однако все права на акции принадлежат конечному бенефициариу<sup>3)</sup>. В свою очередь, инвестор открывает счет бенефициарного владельца у номинального держателя (*Depository Participant*)<sup>4)</sup>, имеющего счет в центральном депозитарии. Эмитент получает информацию о бенефициарных владельцах бездокументарных ценных бумаг еженедельно из системы депозитарного учета. Полный список конечных владельцев составляется регистратором эмитента и биржами после каждого ОСА. Эти документы являются публичными, и любое лицо может получить к ним доступ, направив соответствующий запрос и оплатив пошлину<sup>5)</sup>.

Эмитент обязан отправлять информацию, в том числе материалы к ОСА, всем зарегистрированным в реестре лицам, а также бенефициарным владельцам, которые раскрываются центральными депозитариями регистратору эмитента. Если акционер не указал свой адрес электронной почты, эмитент направляет ему их в бумажной форме на почтовый адрес. Для участия в голосовании обычно требуется физическое присутствие акционера или его представителя по доверенности. По ряду вопросов повестки дня можно голосовать только путем физического представления бюллетеней.

<sup>1</sup> URL: <https://nsdl.co.in/>.

<sup>2</sup> URL: <https://www.cdslindia.com/index.html>.

<sup>3</sup> См.: *Татару Б.* Прозрачность владения акциями и взаимодействие с акционерами // *Депозитариум.* 2014. № 4 (134). С. 28–29.

<sup>4</sup> Номинальными держателями или участниками депозитария в Индии являются финансовые институты, банки, в том числе иностранные.

<sup>5</sup> ООО «ИНФИ ПАРТАД». Отчет по первому этапу НИР «Объединенная система раскрытия информации на финансовых рынках ЕАЭС, в том числе унификация требований к ее форматам и каналам передачи». С. 52.

Помимо этого, несколько лет назад компаниям, входящим в топ-500 по уровню капитализации, было рекомендовано обеспечить возможность электронного голосования по вопросам, ранее требовавшим почтовой отправки бюллетеней. Но так как данное условие не было обязательным, то многие компании еще отработывают технологию привлечения акционеров к голосованию в электронной форме.

Современные механизмы взаимодействия распространения корпоративной информации и проведения корпоративных действий на индийском рынке пока развиты недостаточно. Уровень вовлечения акционеров в корпоративную жизнь оставляет желать лучшего, но масштаб страны и потребности ее растущей экономики неизбежно заставят найти современные технологические решения существующих проблем реализации принципов КУ в этой сфере.

\* \* \*

Качественные показатели некоторых аспектов реализации принципов КУ на крупнейших рынках капитала на конец 2015 г. представлены в табл. 1.2.

Анализ существующей международной практики на крупных развитых и развивающихся рынках капитала показывает, что структура акционерной собственности эмитентов публичных акционерных обществ в ряде важных юрисдикций признается публичной информацией и раскрывается центральным депозитарием/центральным регистратором (Гонконг, Великобритания, Индия, КНР) по запросу заинтересованных лиц.

Информация о корпоративных действиях в таких странах, как Германия, Испания, Италия, доводится до акционеров (не находящихся на обслуживании у номинальных держателей) путем публикации в печатных СМИ и на сайтах эмитентов. В большинстве случаев бенефициарный владелец или зарегистрированное лицо должен/должно тем или иным способом донести до эмитента информацию о своем желании получить от него информацию о корпоративных действиях (напрямую или по «каскадной» схеме раскрытия) и предоставить возможности для такой коммуникации (почтовый или электронный адрес). Наилучшие показате-

ли в организации взаимодействия эмитента с акционерами с этой точки зрения достигнуты в Великобритании и Гонконге<sup>1</sup>.

В то время как держатели ценных бумаг, зарегистрированные в реестре, могут достаточно легко реализовать свое право на участие в ОСА, инвесторы, владеющие своими бумагами через посредников (номинальных держателей), часто сталкиваются при голосовании с целым рядом проблем, например, недостатком времени для изучения повестки дня и передачи своего решения по ее вопросам. Имеет место и неуверенность в том, что поданный таким образом голос будет учтен при подведении итогов голосования.

Таким образом, централизация информационных потоков о корпоративных событиях и действиях и их последующая ретрансляция по «каскадной» схеме депозитариям нижестоящих уровней и их клиентам не создает достаточных условий для участия клиентов в корпоративной жизни даже на многих развитых рынках и чревата осложнениями вследствие неизбежных ошибок, допускаемых при передаче любой информации через цепочку посредников с центральным депозитарием во главе.

<sup>1</sup> ООО «ИНФИ ПАРТАД». Отчет по первому этапу НИР «Объединенная система раскрытия информации на финансовых рынках ЕАЭС, в том числе унификация требований к ее форматам и каналам передачи». С. 53.

Таблица 1.2. Качественные показатели некоторых аспектов реализации принципов КУ на крупнейших рынках капитала на конец 2015 г.

Критерий	США	Великобритания	Германия	Испания	Италия	Франция	Япония	Гонконг	Китай	Индия
Способ учета владения акциями:										
в реестре	+	+	+	+	-	+	+	+	+	+
депозитарный учет	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
Обязательное раскрытие структуры собственности эмитенту:										
периодическое	+	-	+	+	+	+	+	+	+	+
по запросу	Нд.	+	+	+	-	+	+	+	+	-
на бумажных носителях	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
посредством электронного взаимодействия (ЭДО)	+	+	+	+	+	-	Нд.	Нд.	+	+
Наличие механизмов раскрытия конечных держателей ЦБ заинтересованным лицам	-	+	+	+	+	+	-	+	-	+
Способы взаимодействия эмитента/регистратора с акционерами										
Прямое взаимодействие с зарегистрированными в реестре лицами	+	+	+	+	-	+	+	+	+	+
Через посредника:										
центральный депозитарий	+	+	+	+	+	+	+	+	-	+



ЕС и использования в гражданском законодательстве РФ положительного опыта модернизации гражданских кодексов ряда европейских стран.

Одним из ключевых векторов реформы явился переход от концепции закрытых и открытых акционерных обществ к концепции публичных и непубличных акционерных обществ. В частности, Концепцией определялось, что в ГК РФ и в Федеральном законе от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» (далее — ФЗ «Об акционерных обществах», Закон об АО) необходимо закрепить особенности функционирования публичных акционерных обществ (известных немецкому, английскому и американскому корпоративному законодательству), которыми признаются акционерные общества с момента государственной регистрации проспекта их акций, подлежащих размещению среди неограниченного круга лиц (по открытой подписке), либо начинающих обращаться на организованных торгах. Концепцией было установлено, что особенности публичных акционерных обществ должны заключаться, в частности:

- 1) в повышенных требованиях к минимальной величине уставного капитала;
- 2) в обязательном вхождении в состав совета директоров независимых директоров;
- 3) в публичном ведении таким обществом своих дел, проявляющемся в раскрытии информации о его деятельности (целесообразно закрепить в законе критерии раскрытия информации, содержащиеся в директиве ЕС о публикации (1968 г.));
- 4) в наличии специализированного регистратора, ведущего реестр акционеров и выполняющего функции счетной комиссии на общих собраниях акционеров.

При этом в Концепции указывалось, что акционерные общества, не имеющие публичного статуса, не должны преобразовываться в общества с ограниченной ответственностью. В этой связи представляется недопустимым обязательное закрепление на уровне законодательства ограничения обращения акций таких обществ, в том числе и посредством закрепления за их участниками преимущественных прав приобретения акций, отчуждаемых третьим лицам (п. 2 ст. 97 ГК РФ). В связи с этим следует отказаться от искусственного выделения типов акционерных обществ (открытые и закрытые).

Следует обратить особое внимание на то, что прямая обязанность *публичного акционерного общества* раскрывать информацию

была определена как одно из ключевых отличий такого общества, и этому предается существенное значение. Таким образом, раскрытие информации акционерными обществами — важный институт акционерного права, основной целью которого является обязательное предоставление и раскрытие участниками акционерных отношений всесторонней и полной информации о финансово-экономическом состоянии эмитента. Чем выше качество предоставляемой информации, больше степень информационной прозрачности, тем больше доверия инвестора к эмитенту. Необходимо учитывать, что в большинстве моделей оценки стоимости акций первостепенное значение придается анализу информации (причем не только финансовой отчетности), раскрываемой их эмитентом.

В литературе информацию определяют как то, что способствует уменьшению неопределенности выбора решений, обеспечивающих существование и функционирование какой-либо системы, объекта в окружающем мире<sup>1</sup>. Федеральный закон от 27 июля 2006 г. № 149-ФЗ «Об информации, информационных технологиях и о защите информации» определяет информацию как сведения (сообщения, данные) независимо от формы их представления.

В соответствии с Кодексом корпоративного поведения, рекомендованным к применению распоряжением ФКЦБ от 4 апреля 2002 г. № 421-р, основными принципами раскрытия информации об акционерном обществе являются ее регулярность и оперативность, доступность, достоверность и полнота ее содержания, соблюдение разумного баланса между открытостью общества и соблюдением его коммерческих интересов, сбалансированность (предоставление, в том числе и негативной информации).

Впоследствии 21 марта 2014 г. Советом директоров Банка России была одобрена новая редакция Кодекса корпоративного управления (далее — Кодекс)<sup>2</sup>. Раздел VI Кодекса полностью посвящен вопросам раскрытия информации об обществе и информационной политике акционерного общества. Пунктом 6.1 Кодекса закреплен один из основных принципов функционирования публичного акционерного общества, который гласит, что общество и его деятельность должны быть прозрачными для акционеров, инвесторов и иных заинтересованных лиц. В целях ре-

<sup>1</sup> См: *Бронников М.* К вопросу о цене информации // Проблемы теории и практики управления. 1999. № 1.

<sup>2</sup> См.: Письмо Банка России от 10 апреля 2014 г. № 06-52/2463.

ализации этого принципа в обществе должна быть разработана и внедрена информационная политика, обеспечивающая эффективное информационное взаимодействие общества, акционеров, инвесторов и иных заинтересованных лиц. Также обществу следует раскрывать информацию о системе и практике корпоративного управления, включая подробную информацию о соблюдении принципов и рекомендаций самого Кодекса.

Пунктом 6.2 Кодекса установлено, что общество должно своевременно раскрывать полную, актуальную и достоверную информацию об обществе для обеспечения возможности принятия обоснованных решений акционерами общества и инвесторами. При этом раскрытие обществом информации должно осуществляться в соответствии с принципами регулярности, последовательности и оперативности, а также доступности, достоверности, полноты и сравнимости раскрываемых данных.

Следует также обратить внимание на то, что п. 6.3 Кодекса предоставление обществом информации и документов по запросам акционеров должно осуществляться в соответствии с принципами равнодоступности и необременительности. Реализация акционерами права на доступ к документам и информации общества не должна быть сопряжена с неоправданными сложностями.

Пунктом 81 Кодекса корпоративного управления установлено, что своевременное и полное раскрытие информации является важнейшим инструментом формирования долгосрочных отношений доверия с акционерами, способствует повышению стоимости общества и привлечению им капитала, поддержанию доверия заинтересованных сторон (партнеров, клиентов, поставщиков, общественности, государственных органов) к обществу. В связи с этим осуществление контроля за надлежащей организацией и эффективным функционированием системы раскрытия обществом информации, а также за обеспечением доступа акционеров к информации общества является одной из важнейших функций совета директоров. В целях реализации этой функции совету директоров рекомендуется утвердить информационную политику общества, которая должна предусматривать разумный баланс между открытостью общества и соблюдением его коммерческих интересов.

В свою очередь, законодательством предусмотрены различные формы и способы раскрытия информации акционерными обществами. Среди них можно выделить обязательное опублико-

вание эмитентом устава, годового отчета, годовой бухгалтерской отчетности, ежеквартального отчета, сообщений о существенных фактах, которыми признаются сведения, которые в случае их раскрытия могут оказать существенное влияние на стоимость или котировки эмиссионных ценных бумаг эмитента, список аффилированных лиц и др.

В целях реализации Концепции был принят Федеральный закон от 5 мая 2014 г. № 99-ФЗ «О внесении изменений в главу 4 части первой Гражданского кодекса Российской Федерации и о признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Федерации», которым вводится деление хозяйственных обществ на публичные и непубличные.

Как уже указывалось ранее, такое деление известно зарубежному законодательству. Так, согласно Закону о компаниях Англии 2006 г. компании с ограниченной ответственностью делятся на публичные (*Public Limited Company*) и частные (*Private Limited Company*). Наименование частной компании обязательно оканчивается словом «*limited*» или аббревиатурой «*Ltd*», публичной компании — словосочетанием «*public limited company*» или аббревиатурой «*plc*». Для регистрации публичной компании необходимо, чтобы меморандум о ее создании был составлен в соответствии с требованиями Закона о компаниях, а сумма объявленных акций составляла не менее 50 тыс. фунтов стерлингов<sup>1</sup>. Публичная компания вправе размещать свои акции по публичной подписке среди неограниченного круга лиц, как правило, через фондовую биржу. Компания не вправе начинать свой бизнес до размещения акций на сумму, меньшую суммы минимального объявленного капитала, и получения от акционеров хотя бы одной четверти этой суммы. Минимальное число директоров публичной компании должно равняться двум.

Кроме того, публичная компания, размещающая свои акции на фондовой бирже, обязана соблюдать требования соответствующей биржи в отношении определенных правил корпоративного управления.

Для частной компании не требуется формирование уставного капитала определенной величины. Акции частной компании не могут котироваться на фондовой бирже или предлагаться к пу-

<sup>1</sup> См.: Коммерческое (торговое) право зарубежных стран : учебник для магистров / отв. ред. В. Ф. Попондопуло, О. А. Макарова. 2-е изд., перераб. и доп. М. : Юрайт, 2013. С. 408—409.

бличной продаже. Частная компания может иметь только одного директора. Лицо, назначаемое секретарем частной компании, не нуждается в том, чтобы быть специально квалифицированным и опытным в делах, связанных с деятельностью частной компании. Частная компания может быть освобождена от публикации финансовых отчетных документов, для нее упрощена процедура внешнего аудита.

Предпринимательские корпорации по праву США также могут быть публичными (*publicly corporation*) и частными, или закрытыми (*close corporation*). Публичной корпорацией признается корпорация, которая в реестре корпораций и в сертификате об инкорпорации обозначена как публичная. Статус закрытой корпорации определен приложением к Модернизированному модельному закону о предпринимательских корпорациях 1984 г. Законы некоторых штатов также содержат положения о закрытых корпорациях. Например, Кодекс о корпорациях штата Калифорния определяет закрытую корпорацию следующим образом: «Закрытая корпорация означает корпорацию, устав которой содержит положение о том, что все имеющиеся в корпорации паи всех классов принадлежат в силу имеющихся на них закрепленных документами прав определенному числу лиц, не превышающему 35, и содержит указание: «Данная корпорация является закрытой корпорацией»<sup>1</sup>.

Коммерческий кодекс Франции 2000 г. выделяет акционерное товарищество, обращающееся к публичной подписке, и акционерное товарищество, не обращающееся к публичной подписке. Для первого уставный капитал должен быть не менее 225 000 евро, для вторых — не менее 37 000 евро. Для акционерных товариществ, акции которых размещаются по открытой подписке, установлены особые правила как при создании, так и в процессе деятельности<sup>2</sup>.

В юрисдикциях и англосаксонской, и континентальной системы права для публичных компаний действуют жесткие нормы корпоративного управления, устанавливаемые акционерным законодательством и законодательством о рынке ценных бумаг, тогда как компании, не вышедшие (и не планирующие выходить) на фондовый рынок, подчиняются более гибкому законодатель-

<sup>1</sup> См.: Гражданское и торговое право зарубежных стран / под ред. В. В. Безбаха, В. К. Пучинского. М., 2004. С. 127.

<sup>2</sup> См.: Коммерческий кодекс Франции. Регламентарная часть / пер. с франц., предисл., коммент. и примеч. В. Н. Захватаева. М., 2010. С. 168—169.

ству, предоставляющему акционерам широкую свободу регулирования корпоративных отношений.

С точки зрения экономического характера непубличные (частные) компании осуществляют деятельность в сфере малого и среднего бизнеса, публичные компании, напротив, рассчитаны на сферу крупного бизнеса, большие дорогостоящие проекты, для чего и привлекают внешние инвестиции.

С точки зрения правовой регламентации для целей определения критериев деления обществ на публичные и непубличные целесообразно использование европейского опыта, в частности, Директивы ЕС 2003/71/ЕС о проспекте, которая дает определение публичного предложения ценных бумаг в сочетании с правилами об указании на тип общества в его учредительных документах. Согласно определению Директивы публичным является предложение ценных бумаг, осуществленное при наличии допуска ценных бумаг к организованным торгам, а также в порядке размещения или продажи ценных бумаг неопределенному кругу лиц, в том числе посредством рекламы, конкурса, реализации через брокера (андеррайтера) или биржу. Для таких компаний не должны применяться ограничения на свободное обращение акций, а также устанавливаются повышенные требования к раскрытию информации и корпоративному управлению, в частности, четкие требования к разграничению компетенции органов управления<sup>1</sup>.

Вопрос о необходимости исключить деление российских акционерных обществ на открытые и закрытые и выделять публичные и непубличные акционерные общества ставился достаточно давно. Так, в Концепции развития корпоративного законодательства на период до 2008 г., одобренной Правительством РФ 18 мая 2006 г.<sup>2</sup>, предусматривалось, что публичными следует считать акционерные общества, отвечающие хотя бы одному из следующих критериев:

- общество хотя бы один раз осуществило размещение своих акций среди неограниченного круга лиц;
- акции общества обращаются среди неограниченного круга лиц на вторичном рынке в результате действий самого общества,

<sup>1</sup> См: Директива № 2003/71/ЕС Европейского парламента и Совета Европейского союза «О публикации проспекта при размещении ценных бумаг среди публичных инвесторов или при допуске ценных бумаг к торгам и об изменении Директивы 2001/34/ЕС». URL: <http://docs.pravo.ru/document/view/27327576/27419281>.

<sup>2</sup> Концепция развития корпоративного законодательства на период до 2008 г., разработанная Министерством экономического развития и торговли РФ в 2005 г., одобрена Правительством РФ — раздел II Протокола от 18 мая 2006 г. № 16.

его акционеров либо иных лиц (в том числе финансовых посредников), действующих от имени и в интересах общества или акционеров;

- публичный статус компании определен ее уставом.

Для таких компаний не могут применяться ограничения на свободное обращение акций, а также устанавливаются повышенные требования к раскрытию информации. Реестр владельцев ценных бумаг таких обществ обязательно должен вести специализированный регистратор независимо от количества акционеров.

Компания, которая не является публичной, может вводить ограничения на свободное обращение акций (преимущественное право их приобретения, необходимость получения разрешения всех или большинства акционеров на отчуждение акций и т.п.) либо путем их фиксации в уставе, либо путем заключения соответствующих соглашений между акционерами. Акции такой «закрытой» компании не могут торговаться на бирже.

Следует особо отметить, что требования к раскрытию информации для непубличных компаний были существенно снижены по сравнению с публичными.

Окончательное закрепление концепции публичного и непубличного акционерного общества было осуществлено в положениях ГК РФ, в частности, п. 5 ст. 97 которого установлено, что в публичном акционерном обществе не могут быть ограничены количество акций, принадлежащих одному акционеру, их суммарная номинальная стоимость, а также максимальное число голосов, предоставляемых одному акционеру. Уставом публичного акционерного общества не может быть предусмотрена необходимость получения чье-либо согласия на отчуждение акций этого общества. Пунктом 6 ст. 97 ГК РФ установлено, что публичное акционерное общество обязано раскрывать публично информацию, предусмотренную законом.

При оценке объема и состава информации, предоставляемой акционерным обществом своим акционерам, следует особо обратить внимание на положения п. 1 ст. 91 Закона об АО, в соответствии с которыми акционерное общество обязано обеспечить акционерам доступ к документам, предусмотренным п. 1 ст. 89 Закона об АО, в состав которых входят в том числе списки лиц, имеющих право на участие в общем собрании акционеров, и лиц, имеющих право на получение дивидендов, а также иные списки,

составляемые обществом для осуществления акционерами своих прав в соответствии с требованиями Закона об АО, т.е. фактически акционерное общество обязано предоставлять самим акционерам данные о составе акционеров. Иначе говоря, закреплён принцип, что в акционерном обществе каждый (акционер) вправе знать каждого (акционера, всех акционеров). С другой стороны, п. 4 ст. 52 Закона об АО говорит о том, что список лиц, имеющих право на участие в общем собрании акционеров, предоставляется обществом для ознакомления по требованию лиц, включенных в этот список и обладающих не менее чем 1% голосов. При этом ограничения по составу и объему информации, которая может быть предоставлена, касаются только документов бухгалтерского учета и протоколов заседаний коллегиального исполнительного органа, право доступа к такой информации имеют только акционеры (акционер), имеющие в совокупности не менее 25% голосующих акций общества.

\* \* \*

Реализация концепции деления акционерных обществ (корпораций) на публичные и непубличные с соответствующими различиями в объеме и порядке раскрываемой ими информации в Российской Федерации соответствует международной практике регулирования корпоративной сферы.

Однако поправки в Закон об АО, внесенные федеральными законами от 3 июля 2016 г. № 343-ФЗ и от 29 июля 2017 г. № 233-ФЗ (см. разд. 1), расцениваются авторами как контрреформаторские и противоречащие Принципам КУ. К сожалению, их принятие под давлением корпораций с государственным участием, с точки зрения обеспечения прав миноритарных акционеров, свидетельствует о движении по известному принципу «шаг вперед, два шага назад». Ограничение прав миноритарных акционеров на получение информации об обществе и резкое сужение объемов раскрытия информации (а в некоторых случаях — полное прекращение раскрытия информации) вряд ли можно отнести в актив изменений корпоративного законодательства РФ.

### **2.2. Изменения в порядке раскрытия информации о существенных фактах, сведениях, которые в случае их раскрытия могут оказать существенное влияние на стоимость или котировки эмиссионных ценных бумаг эмитента**

Основная часть существенных изменений в объеме требований к раскрытию информации на рынке ценных бумаг произошла с вступлением в силу в 2011 г. Федерального закона от 4 октября 2010 г. № 264-ФЗ.

А с принятием Федерального закона от 29 июня 2015 г. № 210-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации и признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Федерации» можно считать состоявшейся реформу акционерного законодательства, включавшую в том числе изменения круга субъектов, обязанных раскрывать информацию на рынке ценных бумаг. В частности, указанный закон внес изменения в положения ст. 92 Закона об АО, заменив в п. 1 и 2 указанной статьи ранее присутствовавшие там указания на типы обществ как «открытые» и «закрытые» на публичные и непубличные. Таким образом, серьезные объемы информации, в том числе сообщения о существенных фактах, обязаны раскрывать публичные акционерные общества (ПАО), а также непубличные, осуществившие публичное размещение облигаций. Для отдельных категорий непубличных обществ при условии, что у них не было факта публичного размещения облигаций, осталось только требование п. 1.1 ст. 92 Закона об АО раскрывать годовые отчеты и годовую бухгалтерскую отчетность при условии, что количество акционеров непубличного общества превышает 50.

В соответствии с п. 4 ст. 30 Федерального закона от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» в случае регистрации проспекта ценных бумаг, допуска биржевых облигаций или российских депозитарных расписок к организованным торгам с представлением бирже проспекта указанных ценных бумаг для такого допуска эмитент после начала размещения соответствующих эмиссионных ценных бумаг либо, если это предусмотрено проспектом ценных бумаг, после его регистрации, допуска биржевых облигаций или российских депозитарных расписок к организованным торгам обязан осуществлять раскрытие информации на рынке ценных бумаг в форме:

- 1) ежеквартального отчета эмитента эмиссионных ценных бумаг (ежеквартальный отчет);
- 2) годовой и полугодовой консолидированной финансовой отчетности эмитента;
- 3) сообщений о существенных фактах.

Необходимо учитывать, что, как и ранее, обязанность по раскрытию информации в форме сообщений о существенных фактах возникает у тех эмитентов ценных бумаг, которые зарегистрировали проспект ценных бумаг. Такой документ регистрируется в ходе процедуры эмиссии эмиссионных ценных бумаг (акции, облигации и др.) в случаях, определенных Законом «О рынке ценных бумаг» (в общем случае это требование касается эмиссий по открытой подписке и по закрытой подписке среди более 500 лиц при дополнительном условии, что объем привлеченных средств за один год составляет более 200 млн руб.). Впоследствии акционерное общество может зарегистрировать проспект ценных бумаг и в отношении того выпуска ценных бумаг, государственная регистрация которого не сопровождалась регистрацией этого документа, т.е. акционерное общество регистрирует проспект ценных бумаг добровольно. Такая потребность может возникнуть, например, в том случае, если эмитент пожелает вывести свои акции или облигации на биржу (публичное обращение).

Вместе с тем нельзя забывать об иных условиях, при которых у эмитента ценных бумаг существует обязанность по раскрытию информации в форме ежеквартального отчета и сообщений о существенных фактах и которые определены на уровне нормативного акта Банка России. Так, если общество ранее регистрировало проспект эмиссии ценных бумаг по основаниям — открытая подписка либо закрытая подписка среди круга лиц, число которых превышает 500, либо у общества есть в наличии утвержденный ранее план приватизации, предусматривавший возможность отчуждения акций эмитента более чем 500 приобретателям либо неограниченному кругу лиц, то для него также действует требование раскрывать сообщения о существенных фактах. Это уточнение касается тех эмитентов, у которых эмиссия либо отчуждение акций в рамках приватизации происходило до внесения изменений в законодательство о ценных бумагах в 2003 г., в результате которых понятие «проспект эмиссии ценных бумаг» в соответствующих падежах и числах было заменено на понятие «проспект ценных бумаг».

Раскрывать информацию в форме сообщений о существенных фактах обязаны эмитенты ценных бумаг, выпустившие биржевые облигации, которые допущены к торгам на бирже, в случае представления бирже проспекта таких облигаций.

Таким образом, можно констатировать, что в плане оснований возникновения обязанности по раскрытию информации в форме ежеквартального отчета и сообщений о существенных фактах в новой редакции Закона «О рынке ценных бумаг» с 2003 г. принципиальных изменений не происходило, за исключением введения с 2011 г. Федеральным законом от 4 октября 2010 г. № 264-ФЗ обязанности для эмитентов, регистрирующих проспекты, раскрывать годовую и полугодовую консолидированную финансовую отчетность по стандарту МСФО.

Итак, раскрывать информацию в рассматриваемых формах обязаны следующие эмитенты:

- в отношении ценных бумаг которых осуществлена регистрация проспекта ценных бумаг;
- государственная регистрация хотя бы одного выпуска ценных бумаг которых сопровождалась регистрацией проспекта эмиссии ценных бумаг, в случае размещения таких ценных бумаг путем открытой подписки или путем закрытой подписки среди круга лиц, число которых превышало 500;
- созданные при приватизации, если план приватизации предусматривал возможность отчуждения акций эмитента более чем 500 приобретателям либо неограниченному кругу лиц;
- выпустившие биржевые облигации или российские депозитарные расписки, обращающиеся на бирже с предоставлением бирже проспекта таких облигаций или депозитарных расписок.

В п. 13 Закона «О рынке ценных бумаг» определено, что существенные факты — это сведения, которые в случае их раскрытия или предоставления могут оказать существенное влияние на стоимость или котировки эмиссионных ценных бумаг эмитента. По сути, это по-прежнему сведения о событиях и действиях, касающихся финансово-хозяйственной деятельности эмитентов ценных бумаг.

Такой подход к определению понятия «существенный факт», если его рассматривать в корреляции с нормами Федерального закона от 27 июля 2010 г. № 224-ФЗ «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законо-

дательные акты Российской Федерации», позволяет отнести существенные факты к инсайдерской информации (до момента их раскрытия или предоставления) со всеми вытекающими из этого правовыми последствиями.

Одним из наиболее значимых изменений в Законе «О рынке ценных бумаг» (п. 14 ст. 30), связанных с существенными фактами, следует признать произошедшее с 7 апреля 2011 г. значительное расширение перечня существенных фактов. Положение о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг, утвержденное Банком России 30 декабря 2014 г. № 454-П (далее — Положение о раскрытии информации), конкретизирует положения ст. 30 Закона «О рынке ценных бумаг» в том числе за счет дробления существенных фактов, определенных в Законе. Таким образом, текущий перечень существенных фактов, прямо установленный в Законе «О рынке ценных бумаг», состоит из 52 заголовков, в то же время он не является исчерпывающим, поскольку обществу дано право относить к существенным фактам, подлежащим раскрытию, любую информацию, которая, по мнению эмитента, может существенно повлиять на стоимость ценных бумаг.

Детальное рассмотрение нового перечня существенных фактов позволяет сделать вывод о том, что данный перечень, введенный с 7 апреля 2011 г. и претерпевавший далее незначительные модификации за счет уточнения вопросов, связанных с проведением собраний владельцев облигаций, не является принципиально новым, хотя в нем, бесспорно, есть и принципиальные изменения.

В частности, в новый перечень существенных фактов с 2011 г. вошли сведения, которые ранее не являлись существенными фактами, но Положением о раскрытии информации определялись в качестве сведений, способных оказать существенное влияние на стоимость ценных бумаг акционерного общества. Вместе с тем в нем есть и совершенно новые группы существенных фактов.

Как показал анализ перечня существенных фактов, установленного в Законе «О рынке ценных бумаг», значительная часть новых существенных фактов связана с раскрытием эмитентом ценных бумаг сведений, относящихся к лицу, контролирующему эмитента, лицу, подконтрольному эмитенту, а также обеспечителю по облигациям. Основным лейтмотивом введения таких существенных фактов явилась необходимость ужесточения

требований по раскрытию сведений о «закольцованных схемах», когда «дочка» владеет долей в материнской компании. При этом речь идет не только о непосредственном владении акциями, но и о заключении акционерных соглашений и т.п., или если «дочка» включена в консолидированную отчетность холдинга. В результате теперь эмитент в форме сообщений о существенных фактах обязан раскрывать информацию не только непосредственно о себе, но и о контролирующих его лицах и подконтрольных ему лицах.

Недостаточность раскрытия информации в Российской Федерации эмитентами облигаций с обеспечением также была до 2011 г. общеизвестной проблемой — такие компании зачастую являются *SPV (special project vehicle)* — компаниями, созданными в форме обществ с ограниченной ответственностью (ООО), для которых объем раскрытия меньше в силу того, что ФСФР России не могла устанавливать для ООО дополнительных требований по раскрытию информации, а также в силу того, что такая компания выполняет сугубо технические функции по обслуживанию займа, не ведя никакой хозяйственной и операционной деятельности, кроме обслуживания выпуска облигаций.

Федеральным законом от 4 октября 2010 г. № 264-ФЗ данная проблема была решена. Во-первых, для эмитента облигаций было введено требование раскрывать информацию о корпоративных событиях, происходящих у обеспечителя:

1) о принятии решения о реорганизации или ликвидации лицом, предоставившим обеспечение по облигациям эмитента;

2) о внесении в Единый государственный реестр юридических лиц (ЕГРЮЛ) записей, связанных с реорганизацией, прекращением деятельности или с ликвидацией лица, предоставившего обеспечение по облигациям эмитента;

3) о появлении у лица, предоставившего обеспечение по облигациям этого эмитента, признаков несостоятельности (банкротства), предусмотренных законодательством РФ о несостоятельности (банкротстве);

4) о принятии арбитражным судом заявления о признании лиц, предоставивших обеспечение по облигациям этого эмитента, банкротами, а также о принятии арбитражным судом решения о признании указанного лица банкротом, введении в отношении него одной из процедур банкротства, прекращении в отношении него производства по делу о банкротстве;

5) о предъявлении лицу, предоставившему обеспечение по облигациям эмитента, иска, размер требований по которому составляет 10% или более балансовой стоимости активов указанных лиц на дату окончания отчетного периода (квартала, года), предшествующего предъявлению иска, в отношении которого истек установленный срок представления бухгалтерской (финансовой) отчетности, или иного иска, удовлетворение которого, по мнению эмитента, может существенным образом повлиять на финансово-хозяйственное положение указанного лица;

6) о совершении лицом, предоставившим обеспечение по облигациям эмитента, сделки, размер которой составляет 10% или более балансовой стоимости активов указанного лица на дату окончания отчетного периода (квартала, года), предшествующего совершению сделки, в отношении которого истек установленный срок представления бухгалтерской (финансовой) отчетности;

7) об изменении состава и (или) размера предмета залога по облигациям эмитента с залоговым обеспечением;

8) об изменении стоимости активов лица, предоставившего обеспечение по облигациям эмитента, которое составляет 10% или более, или об ином существенном, по мнению эмитента, изменении финансово-хозяйственного положения такого лица;

9) о предъявлении лицу, предоставившему обеспечение по облигациям эмитента, требований, связанных с исполнением обязательств по таким облигациям.

Во-вторых, введено требование о раскрытии информации об обеспечителе в составе ежеквартального отчета эмитента облигаций. Объем данной информации близок к объему ежеквартального отчета, что снимает вопрос с точки зрения как доступности оперативной информации о деятельности обеспечителя (существенные факты), так и периодической (ежеквартальные отчеты).

Для того чтобы данная схема работала, для обеспечителя п. 18 ст. 30 Закона «О рынке ценных бумаг» ввел специальный режим предоставления эмитенту облигаций информации, требующей раскрытия эмитентом и касающейся указанного лица или его финансово-хозяйственной деятельности, а также сведений, необходимых для составления ежеквартального отчета эмитента, в том числе своей бухгалтерской (финансовой) отчетности. Сведения, необходимые для составления ежеквартального отчета, должны предоставляться эмитенту в сроки, предусмотренные догово-

ром с эмитентом, а сведения для раскрытия существенных фактов о деятельности обеспечителя — не позднее дня, следующего за днем, в который лицо, предоставившее обеспечение по облигациям эмитента, узнало или должно было узнать о наступлении соответствующих существенных фактов.

Следует обратить внимание на два важных с точки зрения раскрытия информации в форме существенных фактов понятия — «подконтрольное лицо» и «контролирующее лицо». Оба эти термина также были введены в российское законодательство о ценных бумагах Федеральным законом от 4 октября 2010 г. № 264-ФЗ. Используются они как для целей раскрытия и представления информации в соответствии с Законом «О рынке ценных бумаг», так и в Законе об АО в главе, описывающей совершение сделок с заинтересованностью.

Возвращаясь к новым существенным фактам, так или иначе связанным с контролирующим и подконтрольным лицом, следует отметить, что теперь эмитент в форме сообщения о существенных фактах обязан раскрывать следующие сведения о себе, контролирующих его лицах и лицах, подконтрольных ему:

- о появлении у эмитента подконтрольной ему организации, имеющей для него существенное значение, а также о прекращении оснований контроля над такой организацией;
- о появлении лица, контролирующего эмитента, а также о прекращении оснований такого контроля;
- о принятии решения о реорганизации или ликвидации организации, контролирующей эмитента, подконтрольной эмитенту организации, имеющей для него существенное значение;
- о внесении в ЕГРЮЛ записей, связанных с реорганизацией, прекращением деятельности или с ликвидацией организации, контролирующей эмитента; подконтрольной эмитенту организации, имеющей для него существенное значение;
- о появлении у эмитента, контролирующего его лица, подконтрольной эмитенту организации, имеющей для него существенное значение, признаков несостоятельности (банкротства), предусмотренных законодательством РФ о несостоятельности (банкротстве);
- о принятии арбитражным судом заявления о признании эмитента, контролирующего его лица, подконтрольной эмитенту организации, имеющей для него существенное значение, банкротами, а также о принятии арбитражным судом следующих реше-

ний: о признании указанных лиц банкротами, о введении в отношении них одной из процедур банкротства, о прекращении в отношении них производства по делу о банкротстве;

- о предъявлении эмитенту, контролирующей его организации, подконтрольной эмитенту организации, имеющей для него существенное значение, иска, размер требований по которому составляет 10% или более балансовой стоимости активов указанных лиц на дату окончания отчетного периода (квартала, года), предшествующего предъявлению иска, в отношении которого истек установленный срок представления бухгалтерской (финансовой) отчетности, или иного иска, удовлетворение которого, по мнению эмитента, может существенным образом повлиять на финансово-хозяйственное положение эмитента или указанных лиц;

- о заключении эмитентом, контролирующим его лицом или подконтрольной эмитенту организацией договора, предусматривающего обязанность приобретать эмиссионные ценные бумаги указанного эмитента. Таким образом, недобросовестные эмитенты, выкупающие свои ценные бумаги не на рыночных условиях и через подконтрольных лиц, должны будут раскрывать об этом информацию;

- об изменении размера доли участия в уставном (складочном) капитале эмитента и подконтрольных эмитенту организаций, имеющих для него существенное значение:

- лиц, являющихся членами совета директоров (наблюдательного совета), членами коллегиального исполнительного органа эмитента, а также лица, занимающего должность (осуществляющего функции) единоличного исполнительного органа эмитента;

- лиц, являющихся членами совета директоров (наблюдательного совета), членами коллегиального исполнительного органа управляющей организации, а также лица, занимающего должность (осуществляющего функции) единоличного исполнительного органа управляющей организации, в случае, если полномочия единоличного исполнительного органа эмитента переданы управляющей организации;

- о совершении организацией, контролирующей эмитента, или подконтрольной эмитенту организацией, имеющей для него существенное значение, сделки, признаваемой в соответствии с законодательством РФ крупной сделкой и др.

Как следует из изложенного, существенные факты во многом напрямую не связаны с финансово-хозяйственной деятельностью самого эмитента. Они могут быть отнесены к эмитенту лишь косвенно, поскольку касаются не только его, но и контролирующих его лиц и лиц, подконтрольных ему. При этом законодательство регулирует механизм получения эмитентом сведений о контролирующем лице или подконтрольной организации лишь частично. Так, п. 19 ст. 30 Закона «О рынке ценных бумаг» обязывает акционера — владельца 5% или более голосующих акций акционерного общества, раскрывающего информацию в форме сообщений о существенных фактах, предоставить информацию о лице (появлении лица), которое его контролирует, либо о его отсутствии (прекращении оснований такого контроля). Акционер должен представить такую информацию путем направления уведомления в акционерное общество. Ее акционерное общество обязано использовать, например, для раскрытия информации в форме существенного факта, а также для включения в ежеквартальный отчет эмитента ценных бумаг.

В свою очередь, п. 20 ст. 30 Закона «О рынке ценных бумаг» обязывает лицо, которое получило/потеряло право прямо или косвенно (через подконтрольных ему лиц) самостоятельно или совместно с иными лицами, связанными с ним договором доверительного управления имуществом, и (или) простого товарищества, и (или) поручения, и (или) акционерным соглашением, и (или) иным соглашением, предметом которого является осуществление прав, удостоверенных акциями эмитента, распоряжаться определенным количеством голосов, приходящихся на голосующие акции, составляющие уставный капитал акционерного общества, если указанное количество голосов составляет 5% либо стало больше или меньше 5, 10, 15, 20, 25, 30, 50, 75 или 95% общего количества голосов, приходящихся на голосующие акции, составляющие уставный капитал, предоставить акционерному обществу информацию о получении или прекращении такого права. Это лицо должно уведомить акционерное общество об этом путем направления соответствующего уведомления. Акционерное общество также обязано использовать данную информацию для раскрытия информации в форме существенного факта, и для включения в ежеквартальный отчет эмитента ценных бумаг.

Соответственно проблема со сбором акционерным обществом информации для раскрытия информации в форме существенных

фактов о деятельности контролирующих лиц и подконтрольных организаций остается, поскольку Закон о рынке ценных бумаг не содержит в большинстве случаев механизмов, обязывающих контролирующих эмитента лиц такую информацию предоставлять (в отличие от обеспечителей облигаций, для которых законодательство о ценных бумагах такой механизм прямо предусматривает). Поэтому акционерному обществу для получения всей необходимой информации целесообразно организовать мониторинг контролирующих и подконтрольных организаций (по всей цепочке контроля) или заключить с ними соглашение об обмене соответствующей информацией.

В форме существенного факта раскрытию подлежат сведения о проведении заседания совета директоров (наблюдательного совета) эмитента и его повестке дня, а также о принятых советом директоров (наблюдательным советом) эмитента решениях.

К их числу прямо отнесены следующие решения:

- о размещении эмиссионных ценных бумаг эмитента;
- о приобретении эмитентом размещенных им ценных бумаг;
- об образовании исполнительного органа эмитента и о досрочном прекращении (приостановлении) его полномочий;
- о рекомендациях в отношении размеров дивидендов по акциям эмитента и порядка их выплаты;
- об утверждении внутренних документов эмитента;
- об одобрении сделок, признаваемых в соответствии с законодательством РФ крупными сделками и (или) сделками, в совершении которых имеется заинтересованность.

Приведенный перечень решений не является закрытым. Эмитент обязан в форме рассматриваемого существенного факта раскрывать или представлять также сведения об иных решениях, перечень которых установлен актами Банка России.

Например, п. 15.1 Положения о раскрытии информации к числу таких решений относит следующие:

- об избрании (переизбрании) председателя совета директоров (наблюдательного совета) эмитента, а в случае его отсутствия — об избрании (определении) члена совета директоров (наблюдательного совета) эмитента, осуществляющего функции председателя совета директоров (наблюдательного совета) эмитента;
- о предложении общему собранию акционеров эмитента, являющегося акционерным обществом, установить в решении о вы-

плате (объявлении) дивидендов определенную дату, на которую определяются лица, имеющие право на получение дивидендов;

- о согласии на совмещение лицом, занимающим должность (осуществляющим функции) единоличного исполнительного органа эмитента, а также членами его коллегиального исполнительного органа должностей в органах управления других организаций;

- о размещении ценных бумаг эмитента;

- об определении цены размещения или цены выкупа акций эмитента, являющегося акционерным обществом, а также об определении денежной оценки имущества (неденежных средств), вносимого в оплату размещаемых таким эмитентом акций;

- о приобретении эмитентом размещенных им ценных бумаг;

- об образовании исполнительного органа эмитента и о досрочном прекращении (приостановлении) его полномочий, в том числе полномочий управляющей организации или управляющего;

- о рекомендациях в отношении размеров дивидендов по акциям эмитента, являющегося акционерным обществом, и порядка их выплаты;

- об утверждении внутренних документов эмитента;

- об одобрении сделок, признаваемых в соответствии с законодательством РФ крупными сделками и (или) сделками, в совершении которых имеется заинтересованность;

- о передаче полномочий единоличного исполнительного органа эмитента, являющегося обществом с ограниченной ответственностью, управляющей организации или управляющему, об утверждении управляющей организации или управляющего и условий договора, заключаемого таким эмитентом с управляющей организацией или управляющим;

- о вынесении на общее собрание акционеров эмитента, являющегося акционерным обществом, вопросов (о предложении общему собранию акционеров эмитента, являющегося акционерным обществом, принять решения по вопросам, указанных (указанным) в пп. 2, 6 и 14—19 п. 1 ст. 48 Закона об АО, а также вопроса о передаче полномочий единоличного исполнительного органа такого эмитента управляющей организации или управляющему;

- о рекомендациях в отношении полученного эмитентом, являющимся акционерным обществом, добровольного, в том чис-

ле конкурирующего, или обязательного предложения, предусмотренного гл. XI.1 Закона об АО;

- об утверждении регистратора, осуществляющего ведение реестра владельцев именных ценных бумаг эмитента, являющегося акционерным обществом, и условий договора с ним, а также о расторжении договора с ним;

- о создании (ликвидации) филиалов и (или) открытии (закрытии) представительств эмитента;

- об утверждении инвестиционной декларации эмитента, являющегося акционерным инвестиционным фондом, или изменений и дополнений в нее;

- о заключении или прекращении договоров с управляющей компанией, специализированным депозитарием, регистратором, оценщиком и аудитором эмитента, являющегося акционерным инвестиционным фондом.

В соответствии же с Указанием Банка России от 11 сентября 2014 г. № 3379-У к инсайдерской информации эмитентов следует относить все решения совета директоров, таким образом, эмитенты, на которых распространяется регулирование отношений, связанных с инсайдерской информацией на рынке ценных бумаг, могут быть обязаны раскрывать вообще все решения совета директоров (хотя для отдельных решений Положение о раскрытии инсайдерской информации, утвержденное Приказом ФСФР России № 12-9/пз-н, оговаривает возможность их нераскрытия при условии объявления их конфиденциальными).

В свою очередь, в форме существенного факта эмитент должен раскрывать сведения о фактах непринятия советом директоров (наблюдательным советом) эмитента решений, которые должны быть приняты в соответствии с федеральными законами, а также решений, перечень которых установлен гл. 16 Положения о раскрытии информации «Сообщение о существенном факте о непринятии советом директоров (наблюдательным советом) эмитента решений, которые должны быть приняты в соответствии с федеральными законами».

Таким образом, перечень решений, о непринятии которых эмитент обязан раскрыть или представить информацию в форме существенного факта, является открытым. В него прежде всего включаются те решения, которые совет директоров (наблюдательный совет) эмитента должен принимать в силу федеральных

законов в определенные сроки, прежде всего Закона об АО, а также иных нормативных правовых актов.

Так, в соответствии с п. 16.1 Положения о раскрытии информации в форме сообщения о существенном факте раскрываются сведения о фактах непринятия советом директоров (наблюдательным советом) эмитента следующих решений, которые должны быть приняты в соответствии с федеральными законами:

- о созыве годового (очередного) общего собрания акционеров (участников) эмитента, являющегося хозяйственным обществом, а также иных решений, связанных с подготовкой, созывом и проведением годового (очередного) общего собрания акционеров (участников) такого эмитента;

- о созыве (проведении) или об отказе в созыве (проведении) внеочередного общего собрания акционеров (участников) эмитента, являющегося хозяйственным обществом, по требованию ревизионной комиссии (ревизора), аудитора или акционеров (акционера), являющихся владельцами не менее чем 10% голосующих акций (участников, обладающих в совокупности не менее чем одной десятой от общего числа голосов участников), такого эмитента;

- о включении или об отказе во включении внесенных вопросов в повестку дня общего собрания акционеров (участников) эмитента, являющегося хозяйственным обществом, а выдвинутых кандидатов — в список кандидатур для голосования по выборам в соответствующий орган такого эмитента, которые предложены акционерами (акционером), являющимися в совокупности владельцами не менее чем 2% голосующих акций такого эмитента, а если эмитентом является общество с ограниченной ответственностью — любым его участником;

- об образовании единоличного исполнительного органа эмитента, являющегося акционерным обществом, на двух проведенных подряд заседаниях совета директоров (наблюдательного совета) такого эмитента либо в течение двух месяцев с даты прекращения или истечения срока действия полномочий ранее образованного единоличного исполнительного органа такого эмитента в случае, предусмотренном п. 6 ст. 69 Закона об АО;

- о досрочном прекращении полномочий единоличного исполнительного органа эмитента, являющегося акционерным обществом, на двух проведенных подряд заседаниях совета дирек-

торов (наблюдательного совета) такого эмитента в случае, предусмотренном п. 7 ст. 69 Закона об АО;

- о созыве (проведении) внеочередного общего собрания акционеров эмитента, являющегося акционерным обществом, в случае, когда количество членов совета директоров (наблюдательного совета) такого эмитента становится менее количества, составляющего кворум для проведения заседания совета директоров (наблюдательного совета) такого эмитента;

- об образовании временного единоличного исполнительного органа эмитента, являющегося акционерным обществом, и о проведении внеочередного общего собрания акционеров такого эмитента для решения вопроса о досрочном прекращении полномочий его единоличного исполнительного органа или управляющей организации (управляющего) и об образовании нового единоличного исполнительного органа такого эмитента или о передаче полномочий его единоличного исполнительного органа управляющей организации (управляющему) в случае, когда советом директоров (наблюдательным советом) такого эмитента принимается решение о приостановлении полномочий его единоличного исполнительного органа или полномочий управляющей организации (управляющего);

- о рекомендациях в отношении полученного эмитентом, являющимся акционерным обществом, добровольного, в том числе конкурирующего, или обязательного предложения, включающих оценку предложенной цены приобретаемых ценных бумаг и возможного изменения их рыночной стоимости после приобретения, оценку планов лица, направившего добровольное, в том числе конкурирующее, или обязательное предложение, в отношении такого эмитента, в том числе в отношении его работников.

Как было отмечено, перечень существенных фактов, который установлен в ст. 30 Закона «О рынке ценных бумаг», не ограничивается рассмотренными выше. Ряд новых существенных фактов связан с эмитентами, выпустившими облигации, разместившими ценные бумаги за пределами Российской Федерации, и т.д. В связи с тем что такие существенные факты сегодня не касаются и вряд ли когда-либо коснутся подавляющего числа российских эмитентов, они не будут подробно рассматриваться в рамках данного раздела. Далее рассмотрим порядок раскрытия существенных фактов, а также ответственность за его нарушение.

В соответствии с п. 17 ст. 30 Закона «О рынке ценных бумаг» эмитенты, которые обязаны осуществлять раскрытие информации, должны раскрывать информацию об изменении адреса страницы (сайта) в информационно-телекоммуникационной сети Интернет, используемой ими для раскрытия информации, в порядке и сроки, которые предусмотрены для раскрытия сведений в форме сообщений о существенных фактах.

Положение о раскрытии информации предполагает, что существенные факты раскрываются путем опубликования:

- в ленте новостей уполномоченных информационных агентств. Таких информационных агентств в настоящее время пять. Опубликование существенного факта в ленте новостей одного из информационных агентств должно быть осуществлено не позднее одного дня с момента его наступления;
- на странице в сети Интернет. Для этого эмитент должен использовать страницу в сети Интернет, предоставляемую уполномоченным информационным агентством.

Помимо того, эмитент обязан обеспечить доступ любому заинтересованному лицу к информации, содержащейся в каждом из сообщений о существенных фактах, путем помещения их копий:

- по месту нахождения своего постоянно действующего исполнительного органа (при его отсутствии — иного органа или лица, имеющего право действовать от имени эмитента без доверенности);
- по своему месту нахождения.

Эмитент также обязан по требованию владельцев его ценных бумаг и иных заинтересованных лиц предоставлять им копию каждого сообщения о существенном факте. За предоставление копий эмитент вправе взимать плату, которая не может превышать расходы по их изготовлению. Эмитент должен представить запрашиваемые материалы в срок не более семи дней от даты предъявления соответствующего требования.

Как показывает практика, несоблюдение эмитентами ценных бумаг требований законодательства РФ, касающихся раскрытия информации, является одним из наиболее распространенных правонарушений на рынке ценных бумаг. Такие деяния несут угрозу не только интересам акционеров и потенциальных инвесторов, но способны привести к негативным последствиям для развития российского фондового рынка в целом. Полное раскры-

тие информации участниками рынка ценных бумаг, прежде всего эмитентами, является одним из основополагающих принципов функционирования современных рынков ценных бумаг. Поэтому не случайно, что несоблюдение эмитентами порядка раскрытия информации рассматривается регулирующими органами как одно из наиболее грубых нарушений законодательства РФ о ценных бумагах, а за их совершение предусмотрена и административная, и уголовная ответственность.

Так, согласно КоАП РФ нераскрытие или нарушение эмитентом порядка и сроков раскрытия информации, предусмотренной федеральными законами и принятыми в соответствии с ними иными нормативными правовыми актами, а равно раскрытие информации не в полном объеме, и (или) недостоверной информации, и (или) вводящей в заблуждение информации карается существенными административными санкциями. Штраф в отношении юридического лица может составить от 700 тыс. до 1 млн руб. На должностных лиц акционерного общества может быть наложен штраф в размере от 30 до 50 тыс. руб. Должностные лица также могут быть подвергнуты дисквалификации. В свою очередь, согласно УК РФ уклонение от раскрытия или предоставления информации, определенной законодательством РФ о ценных бумагах, если эти деяния имеют признаки уголовного преступления, могут привести к привлечению виновных лиц и к уголовной ответственности. На них может быть наложен штраф в размере до 300 тыс. руб. или в размере заработной платы, или иного дохода осужденного за период до двух лет. В качестве альтернативы они могут быть наказаны обязательными работами на срок от 180 до 240 часов или исправительными работами на срок от одного года до двух лет. Карается также предоставление заведомо неполной или ложной информации.

Рассмотренные выше изменения в Закон «О рынке ценных бумаг», ужесточающие требования к раскрытию информации эмитентами в форме сообщений о существенных фактах, направленные на повышение прозрачности российского рынка ценных бумаг, для многих акционерных обществ, не являющихся по своей сути публичными компаниями (таких у нас в стране большинство), стали серьезной проблемой. Ведь штрафы за несоблюдение порядка и сроков раскрытия информации, особенно после их многократного повышения в 2009 г., являются для таких эмитентов просто разорительными, притом что информация, раскрыва-

емая ими, не представляет для фондового рынка существенного интереса. В такой ситуации процедура раскрытия информации становится для непубличных акционерных обществ, а также обществ, которые в силу обстоятельств приватизации 1993—1995 гг. квалифицируются сейчас как формально публичные, обузой, требующей дополнительных затрат ресурсов. Поэтому таким акционерным обществам можно посоветовать либо строго соблюдать порядок раскрытия информации, либо на законных основаниях избавляться от соответствующей обязанности.

Эксперты в сфере корпоративного законодательства обращают внимание на проблемы, которые могут возникнуть вследствие проведенной корпоративной реформы<sup>1</sup>. Так, согласно гл. 69 Положения о раскрытии информации обязанности по раскрытию информации, предусмотренной разд. VII Положения, распространяются на АО, упомянутые в п. 1 ст. 92 Закона об АО, а также на АО в случае публичного размещения ими облигаций. В то же время, поскольку Законом № 210-ФЗ прилагательное «открытое» в п. 1 ст. 92 Закона об АО было заменено на «публичное», приходим к выводу, что общества, сохраняющие в названии аббревиатуру «ОАО», но не считающие себя публичными, могут прекратить осуществлять раскрытие информации, предусмотренное разд. VII Положения. Вместе с прекращением такой обязанности формально аннулируется и обязанность обеспечения к ней доступа, а следовательно, и доступа к ранее раскрытым документам. Однако здесь нужно учесть следующие моменты:

— во-первых, в ст. 92 Закона об АО появился п. 1.1, вводящий обязанность по раскрытию информации в форме годового отчета и годовой бухгалтерской отчетности для непубличных АО с количеством акционеров более 50;

— во-вторых, непубличное АО в случае, если оно было обязано раскрывать информацию в соответствии со ст. 30 Закона «О рынке ценных бумаг» (т.е. ежеквартальные отчеты, существенные факты и консолидированную финансовую отчетность), обязано продолжать раскрытие информации в соответствии со ст. 30 Закона «О рынке ценных бумаг», т.е. непубличный статус прямо не влияет на обязанности по раскрытию ежегодной отчетности и существенных фактов;

— в-третьих, резкое прекращение обществом раскрытия информации по привычным каналам может усложнить процеду-

<sup>1</sup> См.: *Оленьков Д.* Приведение Закона об АО в соответствие с ГК РФ // Журнал РЦБ. 2015. № 7. С. 43—50.

ры взаимодействия с контрагентами, оценку контрагентами эмитента с точки зрения «должной осмотрительности», поскольку у контрагента в регламенте проверки может быть предусмотрена проверка раскрытия информации по принципу «знай своего клиента», контроль с точки зрения должной осмотрительности и т.п.

Поэтому АО необходимо подумать над принятием ими режима добровольного раскрытия информации на сайте информационного агентства, скажем, устава, годовой бухгалтерской отчетности и, может быть, списков аффилированных лиц — исключительно для возможности оценки общества контрагентами с точки зрения должной осмотрительности и т.п.

Следует обратить внимание на то, что в отношении раскрытия информации ПАО нововведения носят в основном технический характер, хотя в ряде случаев «новое — это хорошо забытое старое»<sup>1</sup>. Например, Федеральным законом от 29 декабря 2012 г. № 282-ФЗ были внесены поправки в ст. 30 Закона о рынке ценных бумаг, согласно которым раскрытие информации в соответствии со ст. 30 должно было начинаться не как раньше — с момента регистрации проспекта, а с даты, следующей за датой начала размещения ценных бумаг. С учетом того, что между регистрацией проспекта и размещением ценных бумаг могло пройти несколько лет, поправка весьма существенная.

После принятия Закона № 210-ФЗ ситуация изменилась: теперь в случае, если проспект ценных бумаг регистрируется АО в рамках получения публичного статуса, то в соответствии со ст. 30 обязанность по раскрытию информации возникает с даты вступления в силу решения о регистрации данного проспекта, т.е. даты внесения в ЕГРЮЛ сведений о том, что общество является публичным. Технические нововведения при раскрытии двух существенных фактов — о появлении у общества лица, имеющего права распоряжаться свыше 5% голосующих акций, и о корпоративном споре — связаны с введением на уровне Закона об АО требований ст. 32.1 и 93.1.

Так, на основании п. 5 ст. 32.1 лицо, приобретшее в соответствии с акционерным соглашением право определять порядок голосования на общем собрании акционеров по акциям ПАО, обязано уведомлять публичное общество о таком приобретении в случае, если в результате такого приобретения это лицо самосто-

<sup>1</sup> См.: *Оленьков Д.* Указ. соч. С. 43—50.

тельно или совместно со своими аффилированным лицом или лицами прямо либо косвенно получает возможность распоряжаться более чем 5, 10, 15, 20, 25, 30, 50 или 75% голосов по размещенным обыкновенным акциям ПАО. А п. 5.1 ст. 32.1 требует от ПАО раскрыть информацию такого уведомления «в порядке, предусмотренном законодательством Российской Федерации о ценных бумагах». В перечне существенных фактов соответствующий заголовок есть, и ситуация, по сути, является частным случаем приобретения лицом контроля над крупным пакетом акций.

\* \* \*

Изменения в законодательстве РФ, которые происходили в 2011—2012 гг. и расширили требования к раскрытию информации эмитентами в форме сообщений о существенных фактах, были направлены на повышение прозрачности российского рынка ценных бумаг. Переход на использование принципов существенности при раскрытии информации, который планируется в 2018—2020 гг., соответствует Принципам КУ, однако должен, по нашему мнению, происходить плавно, поскольку сложившаяся в России традиция раскрытия информации тяготеет к использованию более формальных и четких критериев.

Сокращение круга компаний, обязанных раскрывать информацию, привело к резкому падению транспарентности российских компаний и усложнило процедуры проверки контрагентов по принципу «знай своего клиента» и с точки зрения должной осмотрительности.

В то же время для многих непубличных (как де-юре, так и де-факто) компаний процедуры обязательного раскрытия информации в форме ежеквартальных отчетов и существенных фактов остаются весьма обременительными, требующими дополнительных затрат ресурсов и создающими риски привлечения к административной ответственности по формальному поводу, что фактически стимулирует их к вытеснению миноритарных акционеров и последующему изменению своей организационно-правовой формы с АО на ООО.

### 2.3. Реформа корпоративных действий в Российской Федерации

В 2014 г. в России была анонсирована реформа корпоративных действий, инициатором которой выступил российский центральный депозитарий (НРД) и которую поддержали участники рынка ценных бумаг. На следующий год реформа получила законодательную основу: 29 июня 2015 г. Президентом РФ был подписан Федеральный закон № 210-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации и признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Федерации».

Федеральный закон № 210-ФЗ изменил нормы федеральных законов «Об акционерных обществах», «О рынке ценных бумаг» и «О центральном депозитарии», закрепляя ключевые положения реформы:

- изменение подхода к составлению списков владельцев ценных бумаг;
- новый порядок реализации прав при проведении корпоративных действий централизованно через институты учетной системы;
- право установления центральным депозитарием форматов электронного взаимодействия при реализации прав по ценным бумагам;
- новые способы участия в общих собраниях владельцев ценных бумаг, в частности, голосование в электронном виде с использованием услуг депозитария (*e-proxy voting*<sup>1</sup>) и голосование в электронном виде в Интернете (*e-voting*<sup>2</sup>);
- создание Центра корпоративной информации на базе центрального депозитария.

Указанные положения вступили в силу в силу 1 июля 2016 г.

### Изменения в корпоративном законодательстве, затрагивающие интересы инвесторов

Преобразования должны были повысить защищенность прав владельцев локальных ценных бумаг и снизить издержки на участие в корпоративных действиях. Ранее на российском рынке к однотипным корпоративным действиям могли применяться раз-

<sup>1</sup> URL: <http://www.corpactions.ru/ru/ca/epv/>.

<sup>2</sup> URL: <https://www.nsd.ru/en/press/pubs/index.php?id36=542911>.

личные подходы, что влекло за собой дополнительные издержки и риски для инвесторов. Положения нового законодательства позволяют внедрять международные стандарты проведения корпоративных действий, в том числе с использованием формализованного электронного документооборота с применением стандартов ISO. С помощью технологии электронного голосования (*e-voting* и *e-proxy voting*) владельцы ценных бумаг могут участвовать в корпоративных действиях удаленно, а возможность обращения инвестора к своему депозитарию для реализации прав по ценным бумагам позволяет ему взаимодействовать только с одним лицом — своим депозитарием, который обеспечивает весь комплекс услуг, связанных с обслуживанием ценных бумаг. Таким образом, инвестор может реализовать все права по ценным бумагам вне зависимости от его местонахождения.

### Изменения в корпоративном законодательстве, затрагивающие интересы профессиональных участников рынка<sup>1</sup>

Ранее взаимодействие эмитента с акционером происходило без участия учетных институтов. Положения нового законодательства регламентируют проведение всех корпоративных действий через учетные институты. Профессиональные участники рынка и инвесторы, являющиеся клиентами центрального депозитария, получают единый источник официальной информации о корпоративных действиях на базе НРД, информация от которого будет иметь преимущественную силу. В целях реализации эмитентами, регистраторами и клиентами НРД норм нового законодательства разработан новый сервис — специализированный *web*-кабинет<sup>2</sup>, который рассматривается основным каналом взаимодействия центрального депозитария с участниками рынка ценных бумаг при информировании и проведении корпоративных действий. Также участники рынка могут для взаимодействия с НРД использовать каналы *SWIFT* и *web*-сервис. Предполагается, что за счет внедрения в рамках реформы электронного документооборота эмитенты смогли сократить издержки на рассылку информационных сообщений по корпоративным действиям на бумажных носителях.

<sup>1</sup> URL: <http://www.corpactions.ru/ru/leg/>.

<sup>2</sup> URL: <https://www.nsd.ru/ru/workflow/system/programs/#index.php?36=906>.

### Новый порядок реализации прав по ценным бумагам, осуществляемых только через номинальных держателей<sup>1</sup>

Наряду с другими изменениями законодательства в Закон об АО были внесены поправки, которые необходимо отметить отдельно. В соответствии с этими изменениями ряд прав по ценным бумагам может быть реализован только через номинальных держателей — лиц, осуществляющих учет прав по ценным бумагам:

- преимущественное право приобретения ценных бумаг;
- приобретение ценных бумаг обществом;
- выкуп акций обществом по требованию акционеров;
- добровольное предложение о приобретении акций;
- обязательное предложение о приобретении акций;
- обязательный выкуп акций по требованию владельца более 95% акций;
- погашение ценных бумаг.

Взаимодействие по этим корпоративным действиям между центральным депозитарием и регистраторами и клиентами НРД теперь осуществляется только в электронном виде, а бумажный документооборот упразднен<sup>2</sup>.

Кроме того, вступили в силу новые требования к порядку и форме предоставления информации иностранными организациями о владельцах ценных бумаг и иных лицах осуществляющих порядок права по ценным бумагам<sup>3</sup>, принятые в форме указания Банка России вместо ранее действовавшего нормативного акта ФССР<sup>4</sup>.

Указаниями уточнен порядок и объем предоставления информации российским депозитариям лицами, которым открыт счет депо депозитарных программ, в связи с осуществлением прав на участие в общем собрании акционеров держателями депозитарных расписок. В отличие от ранее действовавшего нормативного правового акта новые Указания также регулируют

<sup>1</sup> URL: <http://www.corpactions.ru/ru/leg/>.

<sup>2</sup> URL: <https://www.nsd.ru/ru/press/pubs/depo/>.

<sup>3</sup> Указание Банка России от 15 июня 2015 г. № 3680-У «О требованиях к порядку и форме предоставления иностранными организациями, действующими в интересах других лиц, информации о владельцах ценных бумаг и об иных лицах, осуществляющих права по ценным бумагам, а также о количестве ценных бумаг, которыми владеют такие лица».

<sup>4</sup> Приказ Федеральной службы по финансовым рынкам от 5 февраля 2013 г. № 13-7/пз-н.

порядок предоставления информации в отношении ценных бумаг иностранными номинальными держателями и иностранными уполномоченными держателями. Наиболее важное нововведение заключается в том, что Указания закрепили за российскими депозитариями обязанность предоставлять список владельцев депозитарных ценных бумаг (ряд иных документов) центральному депозитарию, депонентом которого он является, в электронной форме, подписанной электронной подписью российского депозитария, если лицо, которому открыт счет депо депозитарных программ, принимает участие в общем собрании акционеров путем дачи указаний российскому депозитарию голосовать определенным образом<sup>1</sup>.

\* \* \*

Реализованное в ходе корпоративной реформы (см. табл. 2.1) в Российской Федерации нормативно-правовое и технологическое обеспечение голосования владельцев ценных бумаг в электронном виде с использованием услуг депозитария (*e-proxy voting*), голосования в электронном виде в Интернете (*e-voting*), а также проведение корпоративных действий через институты учетной системы с использованием стандартизированных электронных сообщений по «каскадной» схеме готовит почву для следующего шага в применении новых информационных технологий в корпоративной сфере.

Таблица 2.1. Основные этапы корпоративной реформы в Российской Федерации

№	Дата	Документ	Содержание
1.	18 мая 2006 г.	Концепция развития корпоративного законодательства на период до 2008 г., одобренная Правительством РФ 18 мая 2006 г.	На государственном уровне предлагается внести в законодательство дефиницию « <b>публичное акционерное общество</b> », при этом предусматривалось, что публичными следует считать акционерные общества, отвечающие хотя бы одному из следующих критериев: — общество хотя бы один раз осуществило размещение своих акций среди неограниченного круга лиц;

<sup>1</sup> URL: <http://www.corpactions.ru/ru/leg/>.

Продолжение табл. 2.1

№	Дата	Документ	Содержание
			— акции общества обращаются среди неограниченного круга лиц на вторичном рынке в результате действий самого общества, его акционеров либо иных лиц (в том числе финансовых посредников), действующих от имени и в интересах общества или акционеров; — публичный статус компании определен ее уставом
2.	18 июля 2008 г.	Указ Президента РФ от 18 июля 2008 г. № 1108 «О совершенствовании Гражданского кодекса Российской Федерации»	<b>Запуск реформы гражданского законодательства в Российской Федерации.</b> Установлено, что должна быть разработана <b>Концепция развития гражданского законодательства Российской Федерации</b> , в том числе в целях сближения положений ГК РФ с правилами регулирования соответствующих отношений в праве ЕС и использования в гражданском законодательстве РФ положительного опыта модернизации гражданских кодексов ряда европейских стран
3.	7 октября 2009 г.	Концепция развития гражданского законодательства Российской Федерации» (одобрена решением Совета при Президенте РФ по кодификации и совершенствованию гражданского законодательства от 7 октября 2009 г.)	Концепцией определена необходимость закрепить <b>особенности функционирования публичных акционерных обществ (ПАО)</b> , которыми признаются акционерные общества с момента государственной регистрации проспекта их акций, подлежащих размещению среди неограниченного круга лиц по открытой подписке. Концепцией установлено, что особенности ПАО должны заключаться, в частности, в публичном ведении таким обществом своих дел, <b>проявляющимся в раскрытии информации об его деятельности</b> , в том числе указывалось, что целесообразно закрепить в законе критерии раскрытия информации, содержащиеся в Первой директиве 68/151/ЕЭС от 9 марта 1968 г.
4.	4 октября 2010 г.	Федеральный закон от 4 октября 2010 г. № 264-ФЗ «О внесении изменений в Фе-	В Законе впервые раскрывается понятие « <b>существенный факт</b> », а также серьезно расширяется перечень таких фактов. Вводятся новые понятия — « <b>подконтрольное лицо</b> » и « <b>контролирующее лицо</b> ». При этом используются они исключительно для целей

## 2. Корпоративная реформа в Российской Федерации

Продолжение табл. 2.1

№	Дата	Документ	Содержание
		деральный закон «О рынке ценных бумаг» и отдельные законодательные акты Российской Федерации»	раскрытия и представления информации в соответствии с Законом «О рынке ценных бумаг»
5.	21 марта 2014 г.	Кодекс корпоративного управления (одобрен Советом директоров Банка России 21 марта 2014 г., письмо Банка России от 10 апреля 2014 г. № 06-52/2463)	Раздел VI Кодекса полностью посвящен вопросам раскрытия информации об обществе и информационной политике акционерного общества. Кодексом закреплен один из основных принципов функционирования публичного акционерного общества, который гласит, что общество и его деятельность должны быть прозрачными для акционеров, инвесторов и иных заинтересованных лиц. В целях реализации этого принципа в обществе должна быть разработана и внедрена информационная политика, обеспечивающая эффективное информационное взаимодействие общества, акционеров, инвесторов и иных заинтересованных лиц
6.	5 мая 2014 г.	Федеральный закон от 5 мая 2014 г. № 99-ФЗ «О внесении изменений в главу 4 части первой Гражданского кодекса Российской Федерации и о признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Федерации»	Вносит поправки в ГК РФ, устанавливающие деление хозяйственных обществ на публичные и непубличные. Пунктом 6 ст. 97 ГК РФ установлено, что публичное акционерное общество обязано <b>раскрывать публично информацию, предусмотренную законом</b>

## 2.3. Реформа корпоративных действий в Российской Федерации

Окончание табл. 2.1

№	Дата	Документ	Содержание
7.	30 декабря 2014 г.	Положение о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг, утвержденное Банком России 30 декабря 2014 г. № 454-П	Заменяет действующий ранее нормативный акт ФСФР России. Конкретизирует положения ст. 30 Закона «О рынке ценных бумаг», в том числе за счет <b>расширения перечня (дробления) существенных фактов</b> , определенных в Законе
8.	29 июня 2015 г.	Федеральный закон от 29 июня 2015 г. № 210-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации и признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Федерации»	Реформа корпоративного законодательства была дополнена изменением <b>порядка раскрытия информации о существенных фактах</b> в жизни акционерных обществ в Законе об АО и о рынке ценных бумаг (РЦБ). Предусмотрены новые современные <b>способы реализации корпоративных действий</b> : — голосование владельцев ценных бумаг на ОСА в электронном виде с использованием услуг депозитария (e-proxy voting) и голосование в электронном виде в Интернете (e-voting); — проведение корпоративных действий через институты учетной системы с использованием стандартизированных электронных сообщений по каскадной схеме; — вводится право установления центральным депозитарием форматов электронного взаимодействия при реализации прав по ценным бумагам в целях обработки в автоматическом режиме значительных объемов корпоративной информации; — создание ЦКИ

Источники: ООО «ИНФИ ПАРТАД». Отчет по первому этапу НИР «Объединенная система раскрытия информации на финансовых рынках ЕАЭС, в том числе унификация требований к ее форматам и каналам передачи». С. 90—92. [Электронный ресурс].

# 3

## Технологии и формы предоставления отчетности и раскрытия корпоративной и финансовой информации на рынках капитала

3.1. Опыт раскрытия информации развитых рынков капитала с участием регулирующих их органов / 3.2. Корпоративная отчетность и распространение корпоративной информации в Российской Федерации в результате корпоративной реформы / 3.3. Эффективность и факторы развития рынка информационного обслуживания корпоративных действий на рынке капитала

### 3.1. Опыт раскрытия информации развитых рынков капитала с участием регулирующих их органов

Как известно, рынки капитала крайне чувствительны к изменению информационного поля, особенно в периоды экономической и политической нестабильности. Поэтому полное и своевременное раскрытие корпоративной информации является существенным фактором в обеспечении развития рынка и вместе с ним экономики того или иного государства. В условиях финансовой нестабильности и угрозы экономической рецессии чувствительность российского рынка к корпоративной информации, ее качеству и полноте еще более возрастает. Развитие информационных технологий позволяет не только ускорить процесс предоставления информации, но и обеспечить быстрое распространение среди заинтересованных лиц данных, полученных непосредственно от субъектов рынка. Структура потоков информации на финансовых рынках в контексте ее раскрытия представлена на рис. 3.1.

#### Североамериканский опыт функционирования систем сбора и раскрытия информации рынков капитала

Первоочередной интерес представляет для нас опыт функционирования североамериканских систем раскрытия корпоративной информации как один из наиболее масштабных образцов тако-

### 3.1. Опыт раскрытия информации развитых рынков капитала

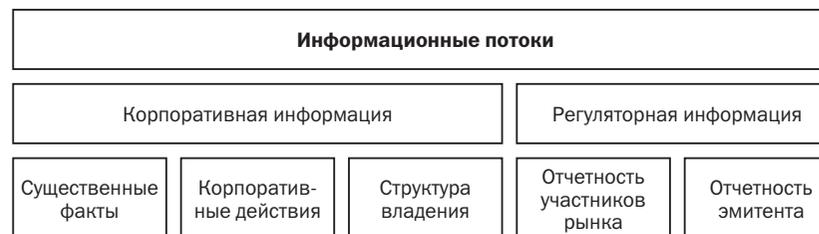


Рис. 3.1. Информационные потоки при предоставлении и раскрытии информации на финансовом рынке

го рода сервисов. Действующая на рынке США с 1993 г. Система сбора, анализа и предоставления данных в электронной форме (*Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval (EDGAR)*)<sup>1</sup> является одной из наиболее известных и развитых в мире. Данная система находится под управлением SEC<sup>2</sup> (*Securities and Exchange Commission* — Комиссия по ценным бумагам и биржам (Комиссия)). Информация, поступающая в EDGAR от публичных компаний и взаимных фондов, является открытой и доступна неограниченному кругу лиц (рис. 3.2).

Раскрытие информации осуществляется в сети Интернет<sup>3</sup>, в отдельном разделе официального сайта Комиссии. SEC дает ряд рекомендаций по использованию EDGAR<sup>4</sup>, среди которых есть как общая справочная информация, так и рекомендации по составлению эффективных поисковых запросов к базе данных. Данное руководство следует считать достаточно полным и не требующим от пользователя технических знаний.

Поскольку для доступа к корпоративной информации от заинтересованного в ней лица, по сути, требуется только наличие веб-браузера, то для него процесс доступа к раскрываемой компаниями информации фактически идентичен процессу обращения к поисковой системе в сети Интернет. Для подотчетной финансовой организации процесс формирования и направления Комиссии требуемой информации представляется существенно более ресурсоемким. Отчетность предоставляется с помощью особого

<sup>1</sup> URL: <http://www.sec.gov/edgar.shtml>.

<sup>2</sup> URL: <http://www.sec.gov>.

<sup>3</sup> Сервис поиска отчетности по различным критериям. [Электронный ресурс] URL: <http://www.sec.gov/edgar/searchedgar/webusers.htm>.

<sup>4</sup> URL: <http://www.sec.gov/investor/pubs/edgarguide.htm>.

### 3. Технологии и формы предоставления отчетности и раскрытия информации

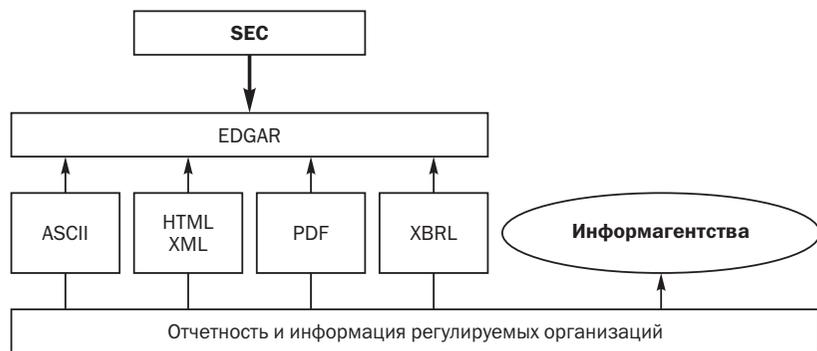


Рис. 3.2. Предоставление и раскрытие информации рынка капитала США

Источники: ООО «ИНФИ ПАРТАД». Отчет по первому этапу НИР «Объединенная система раскрытия информации на финансовых рынках ЕАЭС, в том числе унификация требований к ее форматам и каналам передачи». С. 94.

портала в сети Интернет<sup>1</sup>. Основной задачей, стоящей перед подотчетными (регулируемыми) организациями, является формирование документов в соответствии с предъявляемыми *SEC* требованиями.

В свою очередь, в круг основных обязанностей, например, Управления корпоративных финансов (*Division of Corporation Finance*) *SEC* входит надзор за осуществлением корпорациями надлежащего раскрытия информации. Сотрудники *SEC* анализируют документы, предоставляемые корпорациями, а также оказывают консультационную помощь эмитентам в части интерпретации законодательства и актов комиссии, касающихся порядка раскрытия информации. Из всех стран, реализующих англосаксонскую модель корпоративного управления, США предъявляют самые строгие нормы раскрытия информации.

Компании должны предоставлять большую часть отчетности в простом текстовом формате *ASCII* (*American Standard Code for Information Interchange* — американский стандартный код для информационного обмена), в формате *HTML*<sup>2</sup> (*Hypertext Markup Language* — гипертекстовый язык разметки) версии 3.2 или 4.0

<sup>1</sup> Сервер предоставления отчетности. [Электронный ресурс] URL: <http://www.portal.edgarfiling.sec.gov/Welcome/EDGARPortal.htm>.

<sup>2</sup> Описание стандарта HTML версии 3.2. [Электронный ресурс] URL: <http://www.w3.org/TR/REC-html32>.

### 3.1. Опыт раскрытия информации развитых рынков капитала

или *XML*<sup>1</sup>-документа (*Extensible Markup Language* — расширяемый язык разметки). Копии документов, предоставленных в данных форматах, могут передаваться и в *PDF*-формате (*Portable Document Format*) — формате файлов, используемом для представления образов документов в электронном виде. Каждый отдельный *PDF*-файл содержит в себе все данные о форматировании и необходимые шрифты, текст и графику. В дополнение к такому раскрытию информации определенные сведения (например, отчетность по форме *10-Q* — квартальный отчет), помимо указанных выше форматов, должны предоставляться в формате *XBRL*<sup>2</sup> (*Extensible Business Reporting Language* — расширяемый язык деловой отчетности).

*XBRL* — язык разметки, основанный на *XML*, который позволяет создавать структурированные документы, предназначенные для автоматической обработки, и специализированный на форматировании финансовой информации. В настоящее время *EDGAR* поддерживает достаточно большое количество таксономий (словарей)<sup>3</sup>, позволяющих формировать документы для разных видов отчетности<sup>4</sup> (в том числе и *US GAAP*, которую можно считать основной для данного языка). Для содействия процессу подготовки необходимых документов Комиссия предоставляет подробные технические руководства<sup>5</sup> и формы для разных видов отчетности, которые сгруппированы в соответствии с относящимися к ним нормативными актами и правилами. Помимо этого, *SEC* предоставляет сервис для предварительного просмотра отправляемых документов, подготовленных с использованием *XBRL*<sup>6</sup>, позволяющего увидеть, как информация будет представлена на сервере Комиссии. Для этого используется программное обеспечение — «*Rendering Engine*», предназначенное для перевода файлов отчетности (состоящих, по большей части, из *XML*-кода)

<sup>1</sup> URL: <http://www.w3.org/XML/>.

<sup>2</sup> URL: <http://www.xml.org/>.

<sup>3</sup> Перечень поддерживаемых таксономий. [Электронный ресурс] <http://sec.gov/info/edgar/edgartaxonomies.shtml>.

<sup>4</sup> Перечень форм. [Электронный ресурс] <http://www.sec.gov/about/forms/secforms.htm>.

<sup>5</sup> Технические руководства и спецификации: <http://www.sec.gov/info/edgar.shtml#fm>.

<sup>6</sup> Сервис предварительного просмотра подаваемой отчетности: <https://datapreview.sec.gov/previewer/>.

### 3. Технологии и формы предоставления отчетности и раскрытия информации

в тот вид, который будут иметь данные на сервере Комиссии<sup>1</sup>, т.е. для их визуализации. Также следует отметить, что при предоставлении большинства форм отчетности *регулируемые организации сами оплачивают процесс передачи соответствующих электронных файлов*.

Таким образом, *EDGAR* представляет собой совокупность различных сервисов, которые могут быть использованы как подотчетной организацией, так и любым лицом, заинтересованным в получении информации. Необходимо отметить, что данная система обладает широкими возможностями для поиска необходимой информации. Помимо стандартного поиска данных по различным реквизитам организации, возможен поиск по тексту документов с отчетностью, а также поддерживается обработка сложных (с использованием логических взаимосвязей) поисковых запросов.

Другой развитой североамериканской системой раскрытия информации является канадская *SEDAR*<sup>2</sup> (*System for Electronic Document Analysis and Retrieval* — система для анализа и предоставления электронных документов), действующая с 1997 г. Непосредственное администрирование *SEDAR* обеспечивает *CDS Inc.* — дочерняя компания «Депозитария ценных бумаг Канады» (*The Canadian Depository for Securities*). Правила деятельности, форматы документов, а также оператор *SEDAR* определяются Администраторами рынка ценных бумаг Канады (*Canadian Securities Administrators* — *CSA*<sup>3</sup>), т.е. объединением регуляторов рынка ценных бумаг всех провинций (территорий) этого государства (рис. 3.3).

На официальном сайте *SEDAR* предоставляется свободный доступ для заинтересованных лиц к сведениям, содержащимся в системе<sup>4</sup> (поддерживаются две базы данных: о публичных компаниях и об инвестиционных фондах). Данная система раскрытия информации в настоящее время предоставляет данные, полученные в форме PDF-документов. Кроме этого, начиная с 2007 г.

<sup>1</sup> Раздел сайта, позволяющий загрузить интерпретатор (англ. — rendering engine) и его исходные коды. [Электронный ресурс] URL: <http://sec.gov/spotlight/xbrl/renderingenginelicense.htm>.

<sup>2</sup> URL: [http://www.sedar.com/homepage\\_en.htm](http://www.sedar.com/homepage_en.htm).

<sup>3</sup> Официальный сайт канадских Администраторов рынка ценных бумаг. [Электронный ресурс] URL: <http://www.securities-administrators.ca/>.

<sup>4</sup> Сервис поиска документов. [Электронный ресурс] URL: [http://www.sedar.com/search/search\\_en.htm](http://www.sedar.com/search/search_en.htm).

### 3.1. Опыт раскрытия информации развитых рынков капитала

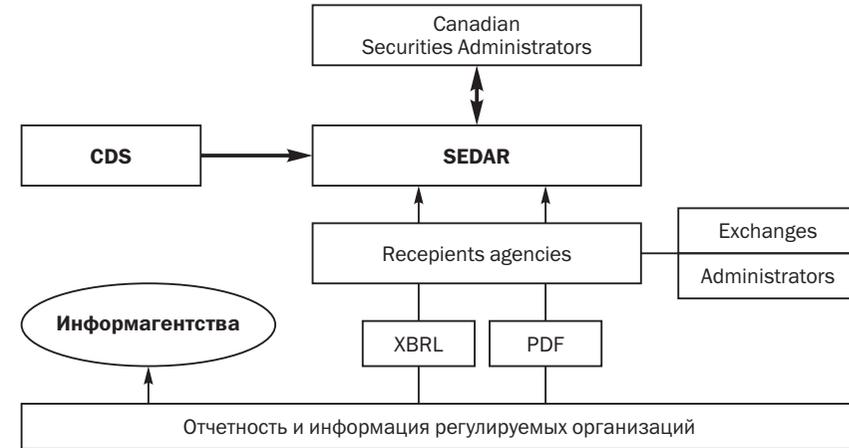


Рис. 3.3. Предоставление и раскрытие информации на рынке капитала Канады

Источник: ООО «ИНФИ ПАРТАД». Отчет по первому этапу НИР «Объединенная система раскрытия информации на финансовых рынках EAЭС, в том числе унификация требований к ее форматам и каналам передачи». С. 98.

действует программа добровольного предоставления отчетности, подготовленной с использованием языка *XBRL*. Для ознакомления с подобными документами пользователю следует выбрать документы данного типа на поисковой странице интересующей его базы данных (в настоящее время *XBRL*-документы доступны только в базе данных публичных компаний).

В отличие от сервиса *SEC*, документы в данном формате не преобразовываются на сервере *SEDAR*. Поэтому пользователь, желающий просмотреть данные в комфортном для восприятия виде, должен самостоятельно установить у себя программное обеспечение, позволяющее осуществить просмотр информации, т.е. программу-визуализатор.

PDF-файлы, содержащие информацию от организаций, передаваемые в систему *SEDAR*, должны быть соответствующим образом предварительно отформатированы (в зависимости от вида отчетности<sup>1</sup>). Для подготовки отчетности в требуемом формате подотчетная организация должна установить у себя программное обеспечение, необходимое для создания документов в PDF-формате. Помимо этого, каждая подотчетная органи-

<sup>1</sup> Перечень форм отчетности SEDAR: [Электронный ресурс] URL: [http://www.sedar.com/pdf\\_files/SEDARFilings\\_E.pdf](http://www.sedar.com/pdf_files/SEDARFilings_E.pdf).

### 3. Технологии и формы предоставления отчетности и раскрытия информации

зация должна обеспечить установку программного обеспечения<sup>1</sup>, предназначенного для передачи подготовленных документов агентству-реципиенту (англ. *recipient agencies*), с помощью одного из которых информация направляется в *SEDAR* (см. рис. 3.3).

В качестве последних выступают регуляторы рынка ценных бумаг провинций (территорий) Канады и биржи<sup>2</sup>. Для использования данного программного продукта организация должна оплатить его установку, а также непосредственное применение<sup>3</sup>. Подготовка документов в PDF-формате технологически является более простой операцией по сравнению с созданием *XBRL*-документа, что снижает затраты подотчетных организаций на подготовку требуемых файлов.

С другой стороны, данные, хранящиеся в PDF-файлах, практически не приспособлены для автоматической обработки. Указанным обстоятельством обуславливается меньшая функциональность базы данных *SEDAR* по сравнению с *EDGAR*. Поиск информации ограничен только несколькими признаками, что затрудняет анализ показателей интересующих потребителей информации.

Таким образом, *SEDAR* представляет собой комплекс онлайн-сервисов, предоставляющих доступ к файлам с отчетностью организаций и программного обеспечения, которое подотчетные компании должны использовать для ее передачи в систему *SEDAR*.

#### Опыт раскрытия информации рынков капитала с участием регулирующих органов в Европейском союзе

Перейдем теперь к рассмотрению основных европейских систем, обеспечивающих раскрытие информации участников финансового рынка в электронной форме.

В Великобритании существует система предоставления отчетности регулируемых организаций рынка капитала *GABRIEL*<sup>4</sup> (*Gathering Better Regulatory Information E*lectronically — система при-

<sup>1</sup> URL: [http://www.sedar.com/sedar/sedar\\_release\\_en.html](http://www.sedar.com/sedar/sedar_release_en.html).

<sup>2</sup> Руководство к *SEDAR*. [Электронный ресурс] URL: [http://www.sedar.com/sedarguides/FilerManual\\_en.pdf](http://www.sedar.com/sedarguides/FilerManual_en.pdf).

<sup>3</sup> Цены на услуги *SEDAR*. [Электронный ресурс] URL: [http://www.sedar.com/pdf\\_files/CDSfees\\_E.pdf](http://www.sedar.com/pdf_files/CDSfees_E.pdf).

<sup>4</sup> URL: <http://www.fca.org.uk/firms/systems-reporting/gabriel>.

### 3.1. Опыт раскрытия информации развитых рынков капитала

ема регулятивной информации в электронной форме), которую можно рассматривать как британский аналог систем *EDGAR* и *SEDAR*. Но в отличие от указанных сервисов, она обеспечивает раскрытие информации от подотчетных/регулируемых организаций только регулятору рынка ценных бумаг (*Financial Conduct Authority (FCA)*) (рис. 3.4).

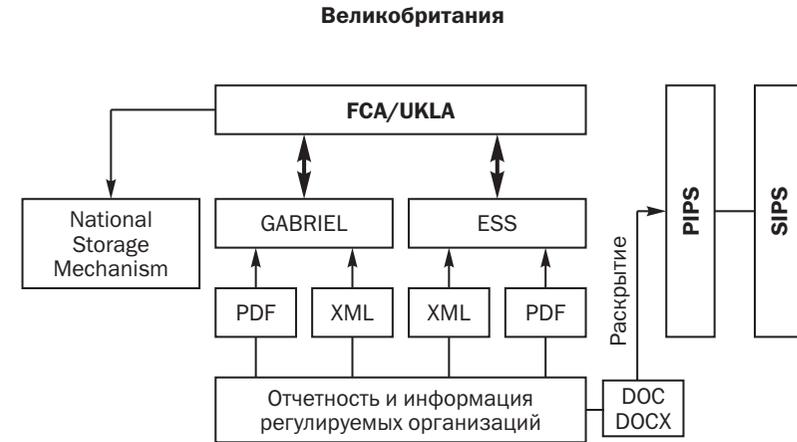


Рис. 3.4. Предоставление и раскрытие информации на рынке капитала Великобритании

Источники: ООО «ИНФИ ПАРТАД». Отчет по первому этапу НИР «Объединенная система раскрытия информации на финансовых рынках ЕАЭС, в том числе унификация требований к ее форматам и каналам передачи». С. 99.

Одной из отличительных особенностей *GABRIEL* является то, что регулируемые организации могут направлять отчетность несколькими разными способами:

- 1) непосредственное заполнение онлайн-формы в сети Интернет;
- 2) заполнение формы самостоятельно в режиме офлайн с последующей загрузкой данных в соответствующую онлайн-форму;
- 3) создание соответствующего требованиям *XML*-файла с последующей загрузкой его на сервер *FCA*. При выборе подобного способа направления отчетности подотчетная организация должна разработать процедуры и программное обеспечение, необходимые для автоматического сбора данных из собственных информационных систем и перевода в требуемый формат (дан-

ное условие также распространяется и на нижеследующий способ предоставления отчетности);

4) отправка *XML*-файла отчетности через безопасное прямое соединение с *FCA*.

Каждый элемент данных имеет свою собственную спецификацию *XML*, и они независимы от других данных и версий документа. Спецификация *XML* для одного элемента данных состоит из нескольких файлов: *XLS* — *Excel* таблицы, схемы *XSD*, один или два образца *XML* и документация схемы (*JPG* и *PDF*). Таким образом, если, например, один из элементов данных был изменен, то *XSD*-схема будет иметь новый номер версии и дату, даже если сама схема не изменилась.

*FCA* также выполняет функцию агентства по листингу (*UKLA* — *UK Listing Authority*<sup>1</sup>). И в этом качестве она осуществляет прием отчетности от организаций, ценные бумаги которых торгуются на рынке ценных бумаг. Регулируемые компании направляют отчетность с помощью *Electronic Submission System*<sup>2</sup> (*ESS*) — системы, представляющей собой веб-сервис для приема документов. Требования и формы документов к таким документам содержатся в соответствующем разделе сайта агентства<sup>3</sup>.

*ESS*, так же как и *GABRIEL*, не предназначена для распространения информации среди широкого круга лиц.

Корпоративная информация считается раскрытой регулируемые компаниями только после публикации аккредитованными регулятором организациями, оказывающими услуги по предоставлению регулируемой информации (*Regulated Information Services*).

Перечень аккредитованных *FCA* первичных провайдеров указанных сервисов (*Primary Information Providers (PIPs)*) включает в себя<sup>4</sup>:

- *Business Wire Regulatory Disclosure* (входит в группу *Berkshire Hathaway*);
- *Marketwire* (входит в группу *NASDAQ*);
- *Disclose* (предоставляется *PR Newswire*);

<sup>1</sup> URL: <http://www.fca.org.uk/firms/markets/ukla>.

<sup>2</sup> URL: [https://marketoversight.fca.org.uk/electronicsubmissionssystem/LiPo\\_CasesHomePage](https://marketoversight.fca.org.uk/electronicsubmissionssystem/LiPo_CasesHomePage).

<sup>3</sup> Формы документов. [Электронный ресурс] URL: <http://www.fca.org.uk/firms/markets/ukla/forms>.

<sup>4</sup> URL: <https://www.fca.org.uk/markets/ukla/regulatory-disclosures>.

— *RNS* (входит в группу *London Stock Exchange (LSE)*) и др.

Это позволяет утверждать, что раскрытие информации осуществляется на конкурентной основе. Особое место среди *PIPs* занимает *RNS* — *Regulatory News Service*, 100%-ная «дочка» Лондонской фондовой биржи (*LSE*). Это исторически связано с тем, что до 2001 г. *RNS* была в Великобритании монополистом и единственным уполномоченным агентством. Высокая доля услуг *RNS* (свыше 70%) на рынке услуг *RIS* связана с инерцией мышления, а также с распространенным заблуждением, что *RNS* напрямую доставляет на *LSE* всю необходимую информацию. Доступ к сервису *RNS* осуществляется посредством портала в сети Интернет<sup>1</sup>. Документы, содержащие отчетность, должны быть направлены в *RNS* либо в формате *doc*, либо в формате *docx* (как стандартных форматов файлов, подготовленных с использованием разных версий программы *Microsoft Word*)<sup>2</sup>.

Следует отметить, что пользователям сервисов *RNS* предоставляется достаточно широкие возможности для осуществления поиска информации, практически аналогичные тем, которыми располагает *EDGAR*.

Тем не менее в данной системе возможен поиск документов, поступивших лишь начиная с 2009 г., тогда как американская система предоставляет данные, полученные начиная с 1994 г. (имеется только временное ограничение на поиск по тексту отчетности, который доступен для документов, поступивших за последние четыре года).

Одним из возможных способов получения информации заинтересованными лицами является также обращение к организованному *FCA National Storage Mechanism (NSM)*<sup>3</sup> — национальному архиву, который осуществляет хранение и предоставление информации, полученной от участников рынка, неограниченному кругу лиц. Оператором архива является компания *Morningstar* — агрегатор информации, относящейся к финансовым рынкам Северной Америки, Великобритании, Австралии и Азии. Пользователи системы обладают возможностями поиска по нескольким критериям, аналогичным тем, которые использует *SEDAR*. В *NSM*

<sup>1</sup> Провайдер *RNS*. [Электронный ресурс] URL: <http://www.londonstockexchange.com/products-and-services/rns/rns.htm>.

<sup>2</sup> Сервис подачи отчетности в *RNS*. [Электронный ресурс] URL: <https://rnssubmit.com/cws/Login.aspx>.

<sup>3</sup> URL: <http://www.fca.org.uk/firms/markets/ukla/information-for-issuers/nsm>.

хранится вся корпоративная информация, раскрываемая в соответствии с правилами выпуска ценных бумаг, листинга и требованиями по раскрытию и прозрачности корпоративной информации<sup>1</sup>. Следует отметить, что размещение информации в *NSM* не означает исполнения эмитентом обязанности по раскрытию информации.

Что же касается распространения корпоративной информации агрегируемой в *PIPs* в Великобритании среди конечных ее потребителей, то этим здесь занимаются новостные агентства (*news vendors*) *Reuters*, *Bloomberg*, *AFX News*, *Dow Jones*, *Financial Express*, *Thomson* и другие, которые относятся к вторичным провайдерам информации (*secondary information providers (SIPs)*). Именно от них получают информацию заинтересованные лица, включая *LSE* (от *AFX News*) и регулятора. По сложившейся практике большинство вторичных распространителей информации раскрывают ее в свободном доступе. Услуги же *PIPs* предоставляются *SIPs* на платной основе и существенно различаются по размерам оплаты.

В то же время по другую сторону Северного моря — на европейском континенте — раскрытие информации рынка капитала в моторе европейской экономики — Германии — осуществляется регулирующим органом в существенно меньшем (с точки зрения международного инвестора) объеме, чем в англоязычных юрисдикциях, поскольку значительная часть информации существует только на немецком языке. Регулятор немецкого финансового рынка — Федеральное агентство финансового надзора (*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)*)<sup>2</sup> — предоставляет возможность поиска информации по регулируемым им организациям<sup>3</sup>, но информация, доступная только на немецком языке, не позволяет эффективно составить подробный профиль компании. Фактически указанная база данных позволяет быстро получить информацию только об адресе организации и осуществленных ею различным мероприятиям.

Более приспособленной для нужд международного инвестора представляется система раскрытия информации, применяемая регулятором французского рынка, — Службой надзора за

<sup>1</sup> URL: <https://www.fca.org.uk/markets/ukla/regulatory-disclosures/national-storage-mechanism>.

<sup>2</sup> URL: [http://www.bafin.de/EN/Home/homepage\\_\\_node.html](http://www.bafin.de/EN/Home/homepage__node.html).

<sup>3</sup> Сервис поиска информации по организациям. [Электронный ресурс] URL: <http://ww2.bafin.de/database/InstInfo/>.

финансовыми рынками (*Authorite des Marches Financiers Authorite des Marches Financiers (AMF)*)<sup>1</sup>.

Указанная служба осуществляет ведение базы данных, содержащей большое количество информации о регулируемых организациях<sup>2</sup>. Данный сервис позволяет осуществить информационный поиск по дате корпоративного события и наименованию организации. В результате такого поиска можно сформировать блок информации, содержащий информацию о существенных корпоративных событиях, а также различные документы, относящиеся к деятельности компании.

Еще одним источником электронного раскрытия информации во Франции является сервис хранения регулятивной информации (*Consultation des informations réglementées des sociétés cotées*)<sup>3</sup>, позволяющий, в дополнение к возможностям предыдущего сервиса, также осуществлять поиск данных по типу информации (квартальные, полугодовые и годовые отчеты и т.д.), а также по ключевым словам. Оба названных сервиса поиска данных предоставляют большое количество информации на английском языке. Также следует отметить, что документы, хранящиеся в указанных информационных банках (базах данных), предоставляются в PDF-формате.

Помимо прочих национальных систем раскрытия информации, существующих на национальных рынках ЕС, функционирует общеевропейская система раскрытия информации, которая агрегирует данные по рынкам ценных бумаг ЕС. Данная система была создана в соответствии с Директивой по рынкам финансовых инструментов (*Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)*)<sup>4</sup> и представляет собой базу данных<sup>5</sup>, находящуюся под управлением Европейского агентства по ценным бумагам и рынкам (*European Securities and Markets Authority (ESMA)*)<sup>6</sup>. Указанная база данных содержит не только информацию по ценным бумагам

<sup>1</sup> Официальный сайт AMF. [Электронный ресурс] URL: <http://www.amf-france.org/Default.asp?lang=en>.

<sup>2</sup> Сервис поиска информации по организациям во Франции. [Электронный ресурс] URL: [http://www.amf-france.org/inetbdif/default.aspx?lang=en&Id\\_Tab=0](http://www.amf-france.org/inetbdif/default.aspx?lang=en&Id_Tab=0).

<sup>3</sup> Сервис хранения регулятивной информации во Франции. [Электронный ресурс] URL: <http://www.info-financiere.fr/>.

<sup>4</sup> URL: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CONSLEG:2004L0039:20060428:EN:PDF>.

<sup>5</sup> URL: <http://mifidatabase.esma.europa.eu/>.

<sup>6</sup> URL: <http://www.esma.europa.eu/>.

### 3. Технологии и формы предоставления отчетности и раскрытия информации

компаний, торгующихся на европейских рынках, но и информацию о самих рынках (рис. 3.5).

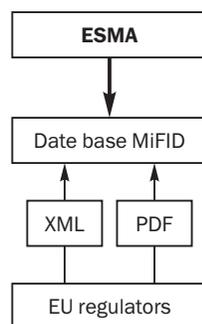


Рис. 3.5. Общеввропейская система раскрытия информации рынка капитала

Провайдерами сервисов предоставления информации по финансовым инструментам являются регуляторы европейских рынков ценных бумаг. База данных *MiFID* позволяет осуществить поиск по стандартным для подобных поисковых систем параметрам. Кроме этого, существует поле, позволяющее отдельно выбрать регулятора рынка ценных бумаг, который предоставил информацию. Данные о ценных бумагах (доступна информация, поступившая начиная с 2007 г.), торгуемых на европейских рынках, носят достаточно ограниченный характер, но, учитывая большое количество поставщиков информации (т.е. регуляторов европейских рынков), создание указанной базы данных представляется существенным этапом в процессе постепенной интеграции европейских рынков.

\* \* \*

Рассмотренные выше системы предоставления и раскрытия информации от регулируемых участников развитых рынков значительно отличаются друг от друга. Функции операторов подобных систем и провайдеров их услуг выполняются разными по своей природе институтами. Отличается и объем доступной информации, а также временной период, за который она доступна. Существенное разнообразие наблюдается в форматах данных, которые используются при сборе и раскрытии информации рассматриваемых баз данных. Общим является построение баз дан-

### 3.2. Корпоративная отчетность и распространение корпоративной информации в РФ

ных корпоративной и иной финансовой информации как централизованных, иерархически выстроенных систем, которые, скорее всего, исчерпывают потенциал развития.

Не случайно процесс стандартизации информации рынков капитала, формируемой, передаваемой и раскрываемой в электронной форме с середины 90-х гг. прошлого века, так и не завершен. Это справедливо как для форматов электронных документов, направляемых участниками рынка и содержащих данные, подлежащие раскрытию владельцам ценных бумаг и регуляторам, так и для содержания информации, которая должна быть публичной.

Кроме того, так и не устоялись и способы взаимодействия участников финансового рынка с системами раскрытия корпоративной и регулятивной информации (через веб-сайт централизованной базы данных, с использованием устанавливаемого в организации программного обеспечения или с помощью посредников). При этом пользование электронными системами предоставления и раскрытия информации на развитых финансовых рынках обычно является платным для ее клиентов.

#### 3.2. Корпоративная отчетность и распространение корпоративной информации в Российской Федерации в результате корпоративной реформы

Для России после событий весны — лета 2014 г. в контексте атмосферы «токсичности», формируемой мировыми СМИ и государствами Большой семерки (*G7*), особенно США, вокруг активов российского происхождения, проблема прозрачности рынка капитала и его участников и инвесторов представляется особенно актуальной с точки зрения поддержания доверия к инвестициям в РФ.

В настоящее время российские корпоративные эмитенты ценных бумаг обязаны представлять в Банк России в электронном виде исключительно эмиссионные документы. Отчетность по международным стандартам финансовой отчетности, после внесения в 2016 г. изменений в Федеральный закон «О консолидированной финансовой отчетности», в общем случае эмитенты в Банк России сдавать не обязаны.

До введения в действие новой версии программного продукта, предназначенного для составления шаблонов эмиссионных до-

кументов, — «Программа подготовки эмиссионных документов»<sup>1</sup> в соответствии с требованиями нормативных актов Банка России, регулирующих процедуру эмиссии ценных бумаг, тексты документов на электронном носителе, предусмотренные п. 1.2 Требований к электронным носителям и формату текстов документов, представляемых эмитентами эмиссионных ценных бумаг, утвержденных приказом ФСФР России от 18 июня 2009 г. № 09-23/пз-н, могут быть представлены в регистрирующий орган в форматах *rtf, doc, docx*.

Годовая консолидированная финансовая отчетность, начиная с отчетности за 2014 г., и заканчивая отчетностью за 2016 г., представлялась в Банк России организациями, ценные бумаги которых допущены к организованным торгам путем их включения в котировальный список с учетом положений ранее действовавшей редакции ч. 2 ст. 8 Федерального закона от 27 июля 2010 г. № 208-ФЗ «О консолидированной финансовой отчетности», за исключением кредитных организаций и головных организаций банковских холдингов, и страховыми организациями, за исключением страховых медицинских организаций, осуществляющих деятельность исключительно в сфере обязательного медицинского страхования, в соответствии с Указанием Банка России от 1 сентября 2014 г. № 3374-У «О порядке представления в Банк России годовой консолидированной финансовой отчетности организациями, указанными в пунктах 2—5 и 8 части 1 статьи 2 Федерального закона от 27 июля 2010 года № 208-ФЗ «О консолидированной финансовой отчетности». Отчетность представлялась в Банк России вместе с аудиторским заключением, в котором в установленной форме аудиторской организацией выражается мнение о достоверности такой отчетности<sup>2</sup>.

Эмитенты, не являющиеся страховыми организациями, представляли в Банк России отчетность в случае, если их ценные бумаги включены в котировальный список на 31 декабря отчетного года. Отчетность представлялась отчитывающимися организациями в виде электронных документов, подписанных электронной подписью (ЭП) в соответствии с Федеральным законом от 6 апреля 2011 г. № 63-ФЗ «Об электронной подписи» (без пред-

<sup>1</sup> URL: [http://www.cbr.ru/finmarket/issue/programm\\_issue/](http://www.cbr.ru/finmarket/issue/programm_issue/).

<sup>2</sup> ООО «ИНФИ ПАРТАД». Отчет по первому этапу НИР «Объединенная система раскрытия информации на финансовых рынках ЕАЭС, в том числе унификация требований к ее форматам и каналам передачи». С. 121.

ставления на бумажном носителе) через личные кабинеты на сайте Банка России.

Формирование комплекта документов в виде электронных документов с ЭП для представления в Банк России осуществлялось отчитывающейся организацией непосредственно в личном кабинете эмитента<sup>1</sup> или личном кабинете субъекта страхового дела<sup>2</sup>.

Федеральным законом от 3 июля 2016 г. № 262-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон “О консолидированной финансовой отчетности” и статью 5 Федерального закона “Об аудиторской деятельности”» отменено обязательное представление в Банк России консолидированной финансовой отчетности организациями, ценные бумаги которых допущены к организованным торгам путем их включения в котировальные списки (за исключением эмитентов ценных бумаг — головных организаций банковских холдингов).

Характерно, что Банк России доступа к отчетности своих подопечных организаций рынка капитала не предоставляет, информируя рынок лишь о фактах выдачи лицензий и регистрационных действиях в отношении эмиссионных документов.

Эмитент обязан опубликовать информацию о существенных фактах своей корпоративной жизни в информационном ресурсе, обновляемом в режиме реального времени (лента новостей) и предоставляемом одним из информационных агентств, которые в установленном порядке уполномочены на проведение действий по раскрытию информации о ценных бумагах и об иных финансовых инструментах, в срок до конца дня, следующего за днем возникновения события. Для компаний, у которых подана заявка на допуск ценных бумаг к торгам или у которых уже есть ценные бумаги, допущенные к торгам, сроки жестче: 10.00 последнего дня, в течение которого должно быть осуществлено такое опубликование. При этом часовой пояс, по которому определяется время опубликования, устанавливается по месту нахождения эмитента, а в случае, если 10.00 по часовому поясу в месте нахождения эмитента наступает после часа, когда в распространителе информации на рынке ценных бумаг по установленным правилам прекращаются соответствующие операции, — по месту нахождения распространителя информации на рынке ценных бу-

<sup>1</sup> URL: <http://lks.fcsm.ru/issuers.html>.

<sup>2</sup> URL: <http://lks.fcsm.ru/index.html>.

маг. В случае опубликования информации в ленте новостей эмитентом, ценные бумаги которого допущены к организованным торгам, эмитент или уполномоченное им лицо одновременно с опубликованием такой информации в ленте новостей обязаны уведомить организатора торговли о содержании такой информации. Такое уведомление должно направляться организатору торговли в согласованном с ним порядке<sup>1</sup>.

Эмитент обязан обеспечить доступ любому заинтересованному лицу к информации, содержащейся в каждом из сообщений, в том числе в каждом из сообщений о существенных фактах, публикуемых эмитентом, а также в зарегистрированных решении о выпуске (дополнительном выпуске) ценных бумаг, проспекте ценных бумаг и в изменениях к ним, отчете (уведомлении) об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг, ежеквартальном отчете, консолидированной финансовой отчетности, иных документах, обязательное раскрытие которых предусмотрено законодательством, путем помещения их копий по адресу (в месте нахождения) постоянно действующего исполнительного органа эмитента (в случае отсутствия постоянно действующего исполнительного органа эмитента — иного органа или лица, имеющих право действовать от имени эмитента без доверенности), по которому осуществляется связь с эмитентом, указанному в ЕГРЮЛ, а до окончания срока размещения ценных бумаг — также в местах, указанных в рекламных сообщениях эмитента, содержащих информацию о размещении ценных бумаг.

Для улучшения процесса и сокращения нагрузок на инфраструктуру надо сокращать объем предоставляемой информации, состав реквизитов сообщений и инструкций, но при этом повышать качество информации, переходить к агрегации данных. Несмотря на то что нормативное регулирование раскрытия информации становится более дифференцированным для различных категорий эмитентов ценных бумаг, очевидно несовершенство существующего механизма раскрытия информации в части практической реализации содержащихся в законодательстве положений.

Например, введенная в начале 2000-х гг. в Российской Федерации система распространения информации о существенных

<sup>1</sup> ООО «ИНФИ ПАРТАД». Отчет по первому этапу НИР «Объединенная система раскрытия информации на финансовых рынках ЕАЭС, в том числе унификация требований к ее форматам и каналам передачи». С. 122.

фактах корпоративной жизни через информационные агентства<sup>1</sup> работает неплохо, но нуждается в развитии и дополнении. Возможности для этого предоставляются обновленным российским законодательством.

В свою очередь, наделенный государством самыми разнообразными полномочиями российский центральный депозитарий (НРД) в целях их реализации при проведении корпоративных действий разработал бизнес-процессы и технологические схемы проведения корпоративных действий, а также атрибутный состав информации и форматы электронных документов<sup>2</sup>, которыми участники рынка ценных бумаг будут обмениваться в процессе проведения корпоративных действий. Эти разработки основываются на классификации корпоративных действий, описанной в стандартах *ISO 15022* и *ISO 20022* и международных стандартах информирования о корпоративных действиях и принципах их проведения (с учетом особенностей российского рынка ценных бумаг), разработчиками которых, в частности, являются<sup>3</sup>:

- *Securities Market Practice Group*<sup>4</sup>;
- *International Securities Services Association*<sup>5</sup>;
- *Corporate Actions Joint Working Group*<sup>6</sup>;
- *The International Securities Market Advisory Group*<sup>7</sup>;
- *The European Commission's Clearing & Settlement Advisory and Monitoring Expert Group*<sup>8</sup>;
- *International Securities Association for Institutional Trade Communication*<sup>9</sup>.

<sup>1</sup> Постановление ФКЦБ России от 2 июля 2003 г. № 03-32/пс (ред. от 24 декабря 2003 г.) «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг».

<sup>2</sup> URL: <http://www.corpactions.ru/ru/ca/mf/>.

<sup>3</sup> URL: <http://www.corpactions.ru/ru/reform/>.

<sup>4</sup> URL: <http://www.smpg.info/index.php?id=11>.

<sup>5</sup> URL: <http://www.issanet.org/>.

<sup>6</sup> URL: <http://www.xbrl.org/the-consortium/get-involved/corporate-actions-working-group/>.

<sup>7</sup> URL: <http://www.clearstream.com/clearstream-en/strategy-and-initiatives/market-harmonisation/ismag>.

<sup>8</sup> URL: <http://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/market-infrastructure/cesame/>.

<sup>9</sup> URL: <http://www.isitc.org/>.

### Центр корпоративной информации НРД

Как указывалось выше, одной из основных задач реформы корпоративных действий в Российской Федерации являлось создание единого центра официальной корпоративной информации на базе центрального депозитария путем введения обязанности публичных акционерных обществ раскрывать полный комплекс корпоративной информации (в том числе об эмитенте, ценных бумагах и корпоративных действиях) путем ее предоставления в единый источник официальной корпоративной информации для владельцев ценных бумаг. Соответственно распространение корпоративной информации для владельцев ценных бумаг ПАО, учет прав на которые осуществляется депозитариями, и проведение всего комплекса корпоративных действий теперь осуществляется в значительной мере централизованно через институты учетной системы на рынке ценных бумаг<sup>1</sup>.

В мировой корпоративной практике создание единого центра корпоративной информации традиционно входит в рекомендации всех международных экспертных групп, работающих в этой сфере, и пока учитывается профессиональными участниками рынка. В частности, рабочая группа Ассоциации европейских центральных депозитариев (*ECSDA*) рекомендует создание национальных ЦКИ на базе центральных депозитариев, что, впрочем, неудивительно для такой организации.

Соответственно, ЦКИ НРД теперь является источником официальной информации для участников финансового рынка в отношении:

- инструментов фондового рынка Российской Федерации (акций, облигаций, инвестиционных паев, ипотечных сертификатов участия, российских депозитарных расписок и прочих инструментов);
- участников фондового рынка (эмитентов, регистраторов, депозитариев, управляющих компаний, специализированных депозитариев, инвестиционных компаний и прочих профессиональных участников);
- корпоративных действий, проводимых в отношении инструментов фондового рынка, а также иной корпоративной информации.

<sup>1</sup> ООО «ИНФИ ПАРТАД». Отчет по первому этапу НИР «Объединенная система раскрытия информации на финансовых рынках ЕАЭС, в том числе унификация требований к ее форматам и каналам передачи». С. 123.

ЦКИ НРД также позиционируется центральным депозитарием как центр по сбору, обработке и передаче отчетности от участников рынка регулирующим органам, официальное хранилище исторических данных об участниках рынка, инструментах, корпоративных действиях, центр по оценке справедливой стоимости ценных бумаг и т.п. (рис. 3.6).



Рис. 3.6. Центр корпоративной информации на базе НРД

Источник: НРД. URL: [https://www.nsd.ru/common/img/uploaded/Conference/141016/ob\\_ref.pdf](https://www.nsd.ru/common/img/uploaded/Conference/141016/ob_ref.pdf).

НРД в настоящее время уже предлагает участникам рынка набор информационных услуг, которые помогут пользователям автоматизировать процесс сбора и обработки информации:

- база данных по ценным бумагам и сопутствующей информации — *SIR-NSD (Security information review)*;

### 3. Технологии и формы предоставления отчетности и раскрытия информации

- база данных по ценным бумагам и сопутствующей информации — *Base Light*;
- предоставление информации об офертах по облигациям российских эмитентов — *SIR Offers*;
- предоставление информации о дефолтах — *SIR Defaults*;
- предоставление информации по общим собраниям акционеров и выплатам дивидендов — Собрания и Дивиденды / *GMs&Dividends*;
- предоставление информации по общим собраниям акционеров и выплатам дивидендов — Собрания и Дивиденды (по портфелю ценных бумаг) / *GMs&Dividends (Holding)*;
- сканированные и бумажные копии эмиссионных документов;
- рассылка информации держателям ценных бумаг;
- ценовой центр НФА — расчет справедливой стоимости облигаций.

Схема технологической платформы ЦКИ НРД представлена на рис. 3.7.



Рис. 3.7. Схема технологической платформы ЦКИ НРД

Источник: НРД. URL: [https://www.nsd.ru/common/img/uploaded/Conference/141016/ob\\_ref.pdf](https://www.nsd.ru/common/img/uploaded/Conference/141016/ob_ref.pdf).

### 3.2. Корпоративная отчетность и распространение корпоративной информации в РФ

К сожалению, деятельность ЦКИ НРД сопровождается нарастающими тенденциями с точки зрения ценовой доступности ряда его информационных сервисов<sup>1</sup>. В то же время в связи с созданием ЦКИ конкурирующие с ним информационные ресурсы *cbond.ru*, *rusbond.ru* перестали бесплатно предоставлять своим пользователям эмиссионные документы. Сам же НРД предложил с 1 декабря 2016 г. такие тарифы на услуги, стоимость которых уже мало отличается от стоимости сервисов *Bloomberg*<sup>2</sup> (табл. 3.1).

Таблица 3.1. Тарифы оплаты услуг НКО ЗАО НРД по Договору об оказании услуг по предоставлению информации

№ п/п	Наименование услуги	Периодичность предоставления	Тариф в рублях Российской Федерации
1.	Предоставление Базы данных по ценным бумагам и сопутствующей информации SIR-NSD (SECURITIES INFORMATION REVIEW-NSD)	Ежедневно	20 000 в месяц
		Еженедельно	15 000 в месяц
		Ежемесячно	10 000 в месяц
2.	Предоставление Базы данных по ценным бумагам и сопутствующей информации SIR-NSD Light	Ежедневно	15 000 в месяц
		Еженедельно	10 000 в месяц
		Ежемесячно	5000 в месяц
3.	Предоставление сканированных копий эмиссионных документов	До даты начала размещения и не позднее двух дней с даты получения НКО ЗАО НРД	50 000 в месяц
		После размещения	25 000 в месяц
4.	Предоставление бумажных копий эмиссионных документов	По запросу клиента	5 руб. за 1 лист
5.	Рассылка информации депонентам НКО ЗАО НРД		

<sup>1</sup> Например, недавняя электронная рассылка информации о корпоративном событии обошлась одному эмитету в более чем 2 тыс. руб. в расчете на одного держателя ценных бумаг — клиента ЦД.

<sup>2</sup> URL: <https://www.facebook.com/AVE1974/posts/521403661357708?pnref=story>.

Окончание табл. 3.1

№ п/п	Наименование услуги	Периодичность предоставления	Тариф в рублях Российской Федерации
	5.1. Рассылка информации держателям выпусков акций и паев ПИФ	—	0,005% от рыночной стоимости объема ценных бумаг в обращении, минимум 15 000
	5.2. Рассылка информации держателям облигаций	—	0,005% от рыночной стоимости объема ценных бумаг в обращении, минимум 15 000
6.	Предоставление информации о справедливых ценах финансовых инструментов — Ценовой центр НФА	Ежедневно	5000 в месяц
7.	Предоставление доступа к Депозитарному информационно-справочному комплексу (ДИСК НРД):		
	7.1. Для Клиентов, подключенных только к Услуге «Предоставление доступа к Депозитарному информационно-справочному комплексу (ДИСК НРД)»	Ежедневно	20 000 в месяц

Источники: URL: [https://www.nsd.ru/common/img/uploaded/files/Documents/tariffs/tariffs\\_pred\\_inf\\_usl\\_2015\\_12\\_01.pdf](https://www.nsd.ru/common/img/uploaded/files/Documents/tariffs/tariffs_pred_inf_usl_2015_12_01.pdf).

### Организация *e-proxy* и *e-voting* технологий корпоративных действий в Российской Федерации

Реализация на российском рынке указанных выше технологий проведения корпоративных действий стала возможной после принятия Федерального закона № 210-ФЗ, который с 1 июля 2016 г. разрешил в дополнение к существующим способам волеизъявления использование электронного голосования через специализированный ресурс в сети Интернет.

*E-proxy* и *e-voting* — это соответствующие Принципам КУ инструменты повышения уровня участия акционеров в корпоративном управлении, а значит, и повышения инвестиционной привлекательности рынка ценных бумаг, ввиду улучшения качества КУ.

Первым шагом в практической реализации указанных технологий на рынке ценных бумаг РФ и стала реализация голосования через депозитарную систему — *e-proxy voting*. При наличии электронного документооборота с клиентом депозитарий теперь имеет право действовать от его имени без доверенности: после получения от клиента указания о голосовании (в любой согласованной форме: письмо, звонок по телефону, смс и т.д.), депозитарий формирует стандартизированный электронный документ о голосовании и отправляет его эмитенту. С момента запуска технологии *e-proxy voting* только НРД к середине 2017 г. передал инструкции по голосованию для уже более 4 тыс. собраний рынка<sup>1</sup>.

Создание платформ для дистанционного участия в собраниях акционеров и самостоятельного удаленного голосования акционеров через Интернет (*e-voting*) стало следующей задачей российского центрального депозитария и ряда крупнейших регистраторов.

Чтобы получить доступ к сервисам *e-voting* платформы НРД, например, акционеру достаточно быть пользователем портала госуслуг ([www.gosuslugi.ru](http://www.gosuslugi.ru)), таким образом, идентификация осуществляется с помощью Единой системы авторизации и аутентификации (ЕСИА) и не требует от владельца ценных бумаг прохождения каких-либо дополнительных процедур для удостоверения личности.

К завершению сезона годовых собраний 2017 г. о внедрении *e-voting*-технологий и успешном опыте проведения собраний отчитались регистраторы «ВТБ Регистратор», «Реестр», «Независимая регистраторская компания», «Регистратор Р. О.С.Т.», «Статус» (совместно с НРД).

Ниже представлена таблица сравнительного анализа особенностей использования известных на середину 2017 г. систем *e-voting* (см. табл. 3.2).

<sup>1</sup> См.: Денисов А. *E-voting* — локомотив корпоративной реформы // РЦБ. 2017. № 4. С. 28.

### 3. Технологии и формы предоставления отчетности и раскрытия информации

Таблица 3.2. Сравнительный анализ систем электронного голосования в 2017 г.

Наименование учетного института	Способ подключения к сервису			Наличие мобиль- ного при- ложения	Доступность в зависимости от места хранения акций	
	Личный визит	Учетная запись Госуслуги	УКЭП**		Реестр	Номиналь- ный дер- жатель
НРК	+				+	+
Р. О. С. Т.	+				+	+
Реестр	+	+		+	+	+
ВТБ Реги- стратор	+	+		+	+	+
НРД	*	+	+	+	*	

\* При наличии соглашения с регистратором.

\*\* Усиленная квалифицированная электронная подпись.

Источник: *Тарановский Ю.* Об электронном голосовании и не только // РЦБ. 2017. № 4. С. 31.

Рассмотренные сервисы регистраторов функционально практически не уступают НРД при обслуживании резидентов РФ. При этом не возникает посредника и связанных с этим дополнительных затрат, а сведения об акционерах и результатах их голосования не покидают периметра работы регистратора и счетной комиссии эмитента. Наверное наиболее взыскательные эмитенты постараются обеспечивать максимальное количество каналов электронного голосования, и тогда возможно одновременное использование платформ НРД и регистратора<sup>1</sup>.

\* \* \*

Реформа корпоративных действий на финансовом рынке РФ позволила существенно модернизировать алгоритм осуществления корпоративных действий в отношении ПАО. Помимо большего удобства сервисов для удаленного участия в собраниях акционеров, к ним относится и снижение издержек на участие в

<sup>1</sup> *Тарановский Ю.* Указ. соч. С. 31.

### 3.3. Эффективность и факторы развития рынка информационного обслуживания

корпоративных действиях, а также стандартизация осуществления типовых корпоративных действий за счет внедрения международных стандартов электронных сообщений.

Корпоративная реформа повысила для инвестора (в первую очередь иностранного) качество инфраструктурного обслуживания и ценность прав по ценным бумагам вне зависимости от его местонахождения относительно эмитентов.

В то же время нельзя не признать, что разработанное в ходе корпоративной реформы в Российской Федерации нормативно-правовое и технологическое обеспечение голосования владельцев ценных бумаг в электронном виде с использованием услуг центрального депозитария в электронном виде в Интернете, а также проведение корпоративных действий по «каскадной» схеме фактически должно рассматриваться не столько как инновационный прорыв, сколько как попытки догоняющего развития в рассматриваемой сфере.

Впрочем, такой же попыткой было и само принудительное внедрение института центрального депозитария в функционирующую распределенную инфраструктуру российского рынка ценных бумаг, в то время как его морально устаревшая концепция (после обоснования технологии блокчейн в 2009 г.) уже была близка к исчерпанию на развитых рынках.

Необходимо также иметь в виду, что в перспективе сервисы регистраторов способны устранить цепочку посредников связанных с этим дополнительных затрат, существенно сократив при этом круг лиц информируемых о содержании голосования на ОСА конкретных акционеров.

### 3.3. Эффективность и факторы развития рынка информационного обслуживания корпоративных действий на рынке капитала

Еще в 2015 г. консалтинговая компания *CityIQ*<sup>1</sup> при поддержке *SWIFT* подготовила глобальный обзор рынка корпоративных действий<sup>2</sup>. Пожалуй, это был последний год реализации корпоративных действий без серьезного влияния на умы участников концепции распределенных баз данных, и особенно техноло-

<sup>1</sup> URL: <http://www.cityiq.com>.

<sup>2</sup> Corporate Actions 2015. A global survey of the corporate actions marketplace. URL: <http://www.cityiq.com/uploads/documents/f3443c66a3fa0286003ad3897be5d398.pdf>.

### 3. Технологии и формы предоставления отчетности и раскрытия информации

гии блокчейн. Таким образом, в рассматриваемом исследовании был зафиксирован своеобразный итог предыдущего десятилетия применения информационных технологий в этой сфере.

Среди положительных результатов исследования необходимо выделить тот факт, что, по мнению респондентов исследования — профессиональных участников РЦБ, целью инвестиций в развитие и автоматизацию систем корпоративных действий являются обеспечение возможности обработки растущих объемов операций и удовлетворение потребностей клиентов, а не только сокращение операционных затрат и снижение рисков, как было в предшествующий период. Возросшими объемами и сложностью операций, а также ростом бизнеса по сопровождению корпоративных действий объясняется увеличение численности специалистов подразделений, занимающихся их обслуживанием. Самый большой прирост такого персонала наблюдается в глобальных кастодианах (50%)<sup>1</sup>.

При этом в локальных кастодианах участвующих в корпоративных действиях персонал несколько сократился (17,5%). Причинами такого сокращения являются автоматизация (регионом с самым высоким ее уровнем признаны США) и усовершенствование операционных процессов. Кроме того, упоминались такие факторы, как реорганизация, глобализация, вывод на рынок новых продуктов, начало работы европейской расчетной системы по ценным бумагам T2S<sup>2</sup> и возросшее регулирование в отрасли<sup>3</sup>.

Сравнительный анализ по ключевым регионам глобального рынка капитала (Азиатско-Тихоокеанский регион (АТР), США, Великобритания, Европа) показал, что основным фактором развития автоматизации осуществления корпоративных действий в АТР стало сокращение издержек, тогда как в США наиболее актуальным было увеличение объемов операций (рис. 3.8)<sup>4</sup>. Обращает на себя внимание, что практика и раскрытия информации

<sup>1</sup> URL: [https://www.nsd.ru/common/img/uploaded/files/depo/140/47-49\\_CityIQ.pdf](https://www.nsd.ru/common/img/uploaded/files/depo/140/47-49_CityIQ.pdf).

<sup>2</sup> ООО «ИНФИ ПАРТАД». Отчет по первому этапу НИР «Формирование единого биржевого пространства и централизация институтов учета и расчетов в рамках ЕЭП». С. 57. [Электронный ресурс] URL: <http://www.eurasiancommission.org/ru/act/finpol/dofp/finance/nir/reports/Documents/Forms/AllItems.aspx>.

<sup>3</sup> ООО «ИНФИ ПАРТАД». Отчет по первому этапу НИР «Объединенная система раскрытия информации на финансовых рынках ЕАЭС, в том числе унификация требований к ее форматам и каналам передачи». С. 57.

<sup>4</sup> URL: [https://www.nsd.ru/common/img/uploaded/files/depo/140/47-49\\_CityIQ.pdf](https://www.nsd.ru/common/img/uploaded/files/depo/140/47-49_CityIQ.pdf).

### 3.3. Эффективность и факторы развития рынка информационного обслуживания

о корпоративных действиях в США и Великобритании, и надзора над ним остается стабильной в течение ряда лет.

Инвесторы в АТР и США наибольшее внимание уделяют качеству их обслуживания при проведении корпоративных действий. Существенное значение также придается улучшению бизнес-процессов, необходимости улучшения технологий и снижения рисков, связанных с ручной обработкой корпоративной информации.

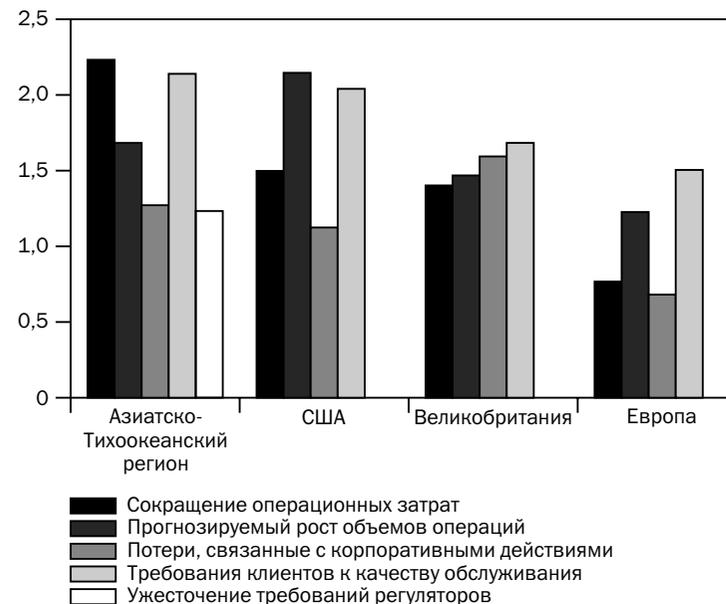


Рис. 3.8. Факторы развития автоматизации раскрытия информации по корпоративным действиям по регионам мира, средневзвешенное значение

Источники: Corporate Actions 2015. A global survey of the corporate actions marketplace // <http://www.cityiq.com/uploads/documents/f3443c66a3fa0286003ad3897be5d398.pdf>.

В то время как 44% респондентов из АТР в рамках проводившегося опроса рассматривают уменьшение численности персонала, занятого в обслуживании корпоративных действий, как положительный результат автоматизации раскрытия информации о них, в Европе лишь 12% участников оценивали такую ситуацию как удовлетворительную.

### 3. Технологии и формы предоставления отчетности и раскрытия информации

Соответственно, тогда как 50% респондентов из АТР указывали на снижение издержек как основную выгоду, в Европе количество участников, давших такой же ответ, составило только 12%. В процессе обработки корпоративных действий 57% респондентов используют системы внешних провайдеров информационных услуг (в 2012 г. — 52%). Наиболее известными из указанных респондентами поставщиков услуг по раскрытию инвесторам информации о корпоративных действиях являются *BaNCs*, *Bloomberg*, *XSP*, *BBH InfoAction*, *IM Actions*, *Interactive Data*<sup>1</sup>.

Говоря о причинах, которые мешают переходу на полную автоматизацию обработки корпоративных действий, главным препятствием респонденты называли «ограниченную доходность инвестиций» (*ROI*); сложность и стоимость разработок, которые предстоит осуществить, слишком высокие по сравнению с ожидаемыми выгодами (рис. 3.9).

Таким образом, бизнес-модели развития централизованных баз корпоративной информации и основанных на них процедур осуществления корпоративных действий постепенно исчерпывают себя на фоне сомнений в их возможности обеспечить качественную сквозную обработку информации (*STP*) с помощью традиционных технологий электронного документооборота.

Вместе с тем участники исследования указывают, что центральные депозитарии за последние годы превратились в главный источник информации о корпоративных действиях (рис. 3.10). Отметим, что, например, в Российской Федерации этот рост происходит на фоне законодательного принуждения к использованию услуг центрального депозитария.

Вышеупомянутые авторы глобального обзора рынка корпоративных действий обращают также внимание на то, что, несмотря на активное внедрение электронных форматов сообщений о корпоративных действиях на базе стандартов *ISO*, споры о сравнительных преимуществах форматов, основанных на стандартах *ISO 15022* или *ISO 20022*, далеки от завершения<sup>2</sup>.

В целом принято считать, что участники рынка возлагают надежду на появление стандартов электронных сообщений, содержащих структурированные в определенном формате данные по

<sup>1</sup> URL: [https://www.nsd.ru/common/img/uploaded/files/depo/140/47-49\\_CityIQ.pdf](https://www.nsd.ru/common/img/uploaded/files/depo/140/47-49_CityIQ.pdf).

<sup>2</sup> ООО «ИНФИ ПАРТАД». Отчет по первому этапу НИР «Объединенная система раскрытия информации на финансовых рынках ЕАЭС, в том числе унификация требований к ее форматам и каналам передачи». С. 60.

### 3.3. Эффективность и факторы развития рынка информационного обслуживания

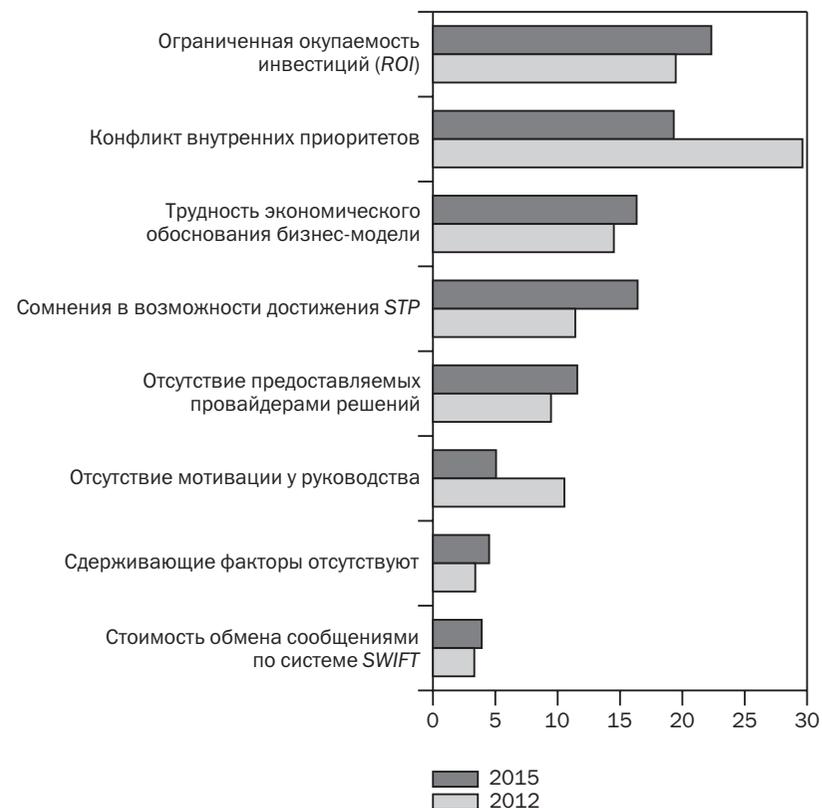


Рис. 3.9. Факторы, сдерживающие развитие автоматизации раскрытия информации о корпоративных действиях: сравнительные данные за 2012 и 2015 гг., %

Источник: Corporate Actions 2015. A global survey of the corporate actions marketplace. URL: <http://www.cityiq.com/uploads/documents/f3443c66a3fa0286003ad3897be5d398.pdf>.

корпоративным действиям, которые будут предоставляться непосредственно эмитентом или его агентом, что позволит снять большое количество проблем, связанных с раскрытием корпоративной информации<sup>1</sup>.

В настоящее время по мере появления и развития на финансовом рынке нового класса информационных технологий, именуемого *FinTech* (от англ. *Financial Technologies*), появляются новые

<sup>1</sup> URL: [https://www.nsd.ru/common/img/uploaded/files/depo/140/47-49\\_CityIQ.pdf](https://www.nsd.ru/common/img/uploaded/files/depo/140/47-49_CityIQ.pdf).

### 3. Технологии и формы предоставления отчетности и раскрытия информации

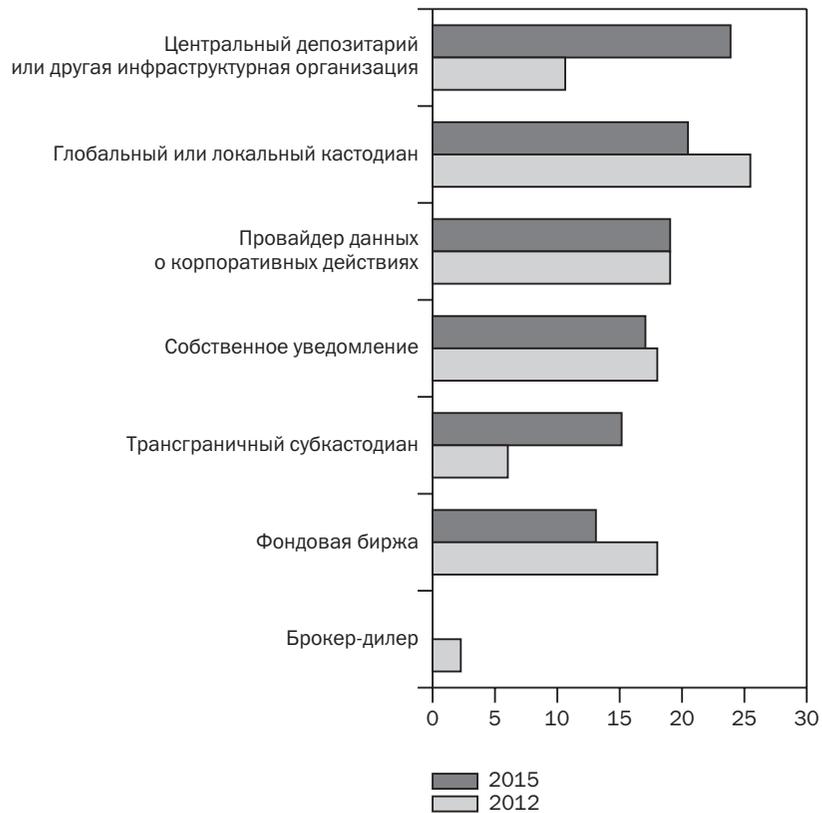


Рис. 3.10. Авторитетные источники информации о корпоративных действиях в 2012 и 2015 гг., %

Источник: Corporate Actions 2015. A global survey of the corporate actions marketplace. P. 9. URL: <http://www.cityiq.com/uploads/documents/f3443c66a3fa0286003ad3897be5d398.pdf>.

возможности для ответа на эти запросы потребителей корпоративной информации, в том числе посредством распределенных баз данных.

\* \* \*

Хотя сфера корпоративных действий и раскрытия информации на протяжении последних двух десятилетий развивается во всем мире на основе информационных технологий электронного документооборота, известных с 90-х гг. прошлого века, остающи-

### 3.3. Эффективность и факторы развития рынка информационного обслуживания

еся проблемы (качество информации, медленное внедрение форматов электронных сообщений о корпоративных действиях и отсутствие единообразия в применении соответствующих международных стандартов) трудноразрешимы в их рамках.

Судя по всему, эти технологии, ориентированные на использование централизованных баз корпоративных данных, достигли предела своей эффективности и уже не способны дать ожидаемой отдачи на дополнительные вложения (без драматического роста тарифов на их услуги).

# 4

## Возможности применения новых финансовых технологий в корпоративной сфере: от *FinTech* к *CorpTech*

4.1. Распределенные базы данных и используемые для их создания и функционирования технологии / 4.2. Преимущества, возможности и риски, порождаемые технологиями РБД на финансовом рынке / 4.3. Направления применения технологий РБД в сфере жизнедеятельности корпораций (*CorpTech*) / 4.4. Дигитализация учетной системы российского рынка ценных бумаг и поддерживаемых ею бизнес-процессов

### 4.1. Распределенные базы данных и используемые для их создания и функционирования технологии

Распределенная база данных (*distributed ledger*) — совокупность копируемых, находящихся в совместном доступе и синхронизированных цифровых данных, территориально распределенных по разным местам страны (стран) и (или) институтам<sup>1</sup>.

Существует широкий спектр технологий распределенных баз данных (далее — РБД). В соответствии с подходом, используемым в сфере финансовых услуг, к указанному термину относятся также технологии *блокчейн*. Технологии РБД привлекли внимание в сфере финансовых услуг, так как могут предоставлять возможность снижения издержек в том случае, если они используются для замены устаревших систем учета и связанных с ними процессов бэк-офиса.

Исследование *EY*, проведенное среди 600 компаний, из которых 70% с оборотом более 5 млрд долл., показало, что из них:

90% — находятся на стадии цифровой конкуренции;

59% — не имеют собственных ресурсов для цифровой трансформации;

<sup>1</sup> Доклад IOSCO по исследованию финансовых технологий. Технологии распределенных баз данных. Гл.5. Пер. с англ. ООО «ИНФИ ПАРТАД», апрель 2017. С. 2.

### 4.1. Распределенные базы данных и используемые технологии

87% — планируют цифровую трансформацию капиталов в ближайшие три года;

64% — оценивают инвестиции в цифровизацию в 10% бюджета.

Глобальные инвестиции в *FinTech* составили 20 млрд долл. в 2015 г. При этом инвестиции в цифровые технологии составляют 2—5% глобального ВВП, это почти 1 трлн долл. ежегодно<sup>1</sup>.

Эксперты финансового рынка предполагают, что 80% банков в 2017 г. начнут проекты, связанные с технологией РБД<sup>2</sup>.

Традиционная база данных (БД) представляет собой централизованную информационную систему, которая доступна для ряда пользователей и которая находится под наблюдением одного или большего количества «системных администраторов». Последние регулируют доступ к данным, хранящимся в базе данных и контролирующим их целостность, обеспечивают возможность распределения данных между доверенными и известными участниками<sup>3</sup>.

РБД представляет собой децентрализованную базу данных, как доступную для использования, так и контролируемую мно-

<sup>1</sup> Цифровая трансформация финансовых рынков. Глобальный феномен развития *FinTech* и проникновение финансово-технологических услуг в России (EY). [Электронный ресурс] URL: <http://thomsonreuters.ru/trtech/>.

<sup>2</sup> U. K. Government Office for Science. Технология распределенных баз данных: после блокчейн (*Distributed Ledger Technology: beyond block chain*), 2016. [Электронный ресурс] URL: [www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/492972/gs-16-1-distributed-ledger-technology.pdf](http://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/492972/gs-16-1-distributed-ledger-technology.pdf). См.: Gareth W. Peters and Efsthathios Panayi. Понимание современных банковских распределенных БД с помощью технологии блокчейн (*Understanding Modern Banking Ledgers through Blockchain Technologies*), UCL, 2015. [Электронный ресурс] URL: [www.weusecoins.com/assets/pdf/library/Understanding%20Modern%20Banking%20Ledgers%20through%20Blockchain%20Technologies.pdf](http://www.weusecoins.com/assets/pdf/library/Understanding%20Modern%20Banking%20Ledgers%20through%20Blockchain%20Technologies.pdf); McKinsey & Co. Трезвый взгляд: блокчейны на рынках капитала (*Beyond the Hype: Blockchains in Capital Markets*), 2015. URL: [www.the-blockchain.com/docs/Blockchains%20in%20Capital%20Markets.pdf](http://www.the-blockchain.com/docs/Blockchains%20in%20Capital%20Markets.pdf); Goldman Sachs. Блокчейн — реализация теории на практике (*Blockchain — Putting Theory in Practice*), 2016. URL: [www.the-blockchain.com/docs/Goldman-Sachs-report-Blockchain-Putting-Theory-into-Practice.pdf](http://www.the-blockchain.com/docs/Goldman-Sachs-report-Blockchain-Putting-Theory-into-Practice.pdf); блог R3CEV. URL: <http://r3cev.com/blog/> и библиотека для исследователя URL: <http://r3members.com/#Library> ECB. Рассмотрение актуальных вопросов: технологии распределенных баз данных в сфере ценных бумаг (на посттрейдинговой стадии) (*Occasional Paper Series: Distributed ledger technologies in securities post-trading*), 2016. URL: [www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbop172.en.pdf](http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbop172.en.pdf); ESMA. Документ для обсуждения (применение технологии распределенных баз данных на рынке ценных бумаг (*Discussion Paper — The Distributed Ledgers Technology Applied to Securities Markets*), 2015. URL: [www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-773\\_dp\\_dlt.pdf](http://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-773_dp_dlt.pdf).

<sup>3</sup> Доклад IOSCO по исследованию финансовых технологий. Технологии распределенных баз данных. Гл. 5. Пер. с англ. ООО «ИНФИ ПАРТАД», апрель 2017. С. 2.

#### 4. Возможности применения новых финансовых технологий в корпоративной сфере

жеством участников. Такие участники называются «нодами» децентрализованной сети базы данных. Так называемые полноправные ноды имеют возможность использования всех системных прав децентрализованной сети базы данных. В свою очередь «легкие ноды» являются пассивными участниками сети<sup>1</sup>. Любое обновление данных в системе подтверждается *полноправными нодами*, которые с помощью особого механизма «консенсуса» достигают согласия относительно текущего состояния базы данных.

Другими словами, РБД — это набор файлов, хранящихся в разных узлах информационной сети и логически связанных таким образом, чтобы составлять единую совокупность данных (связь может быть функциональной или через копии одного и того же файла). РБД состоит из набора узлов, связанных коммуникационной сетью, основной задачей которой является передача данных без ошибок и искажения. Коммуникационная сеть является ядром информационной сети, обеспечивающим передачу и некоторые виды обработки данных<sup>2</sup>.

Коммуникационной сети присущи следующие свойства:

- каждый узел (нода) — это полноценная БД сама по себе;
- ноды взаимодействуют между собой таким образом, что пользователь любого из них может получить доступ к любым данным в распределенной сети так, как будто они находятся на его собственном узле.

РБД можно рассматривать и как партнерство между отдельными локальными БД на отдельных локальных узлах. Для пользователя (или прикладной программы) не должно иметь значения, каким образом распределены данные между узлами РБД, при этом у него с точки зрения сложившейся ментальности целесообразно сохранять иллюзию работы с централизованной базой данных, что вызывает потребность в использовании некоторого общего представления о данных — глобальной концептуальной схемы<sup>3</sup>.

Рассмотрим основные технологии, используемые в РБД.

<sup>1</sup> См. Bitcoinwiki. URL: [https://en.bitcoin.it/wiki/Full\\_node](https://en.bitcoin.it/wiki/Full_node).

<sup>2</sup> См.: Соловьев Д. Цифровизация инфраструктуры рынка ценных бумаг// РЦБ. 2017. № 4. С. 22.

<sup>3</sup> См.: Соловьев Д. Указ. соч. С. 22.

#### 4.1. Распределенные базы данных и используемые технологии

##### Блокчейн

В зависимости от контекста под блокчейном (*blockchain*) может пониматься:

- технология,
- распределенная база данных,
- протокол, по которому производится взаимодействие участников информационно-коммуникационной сети<sup>1</sup>.

В контексте концепции РБД мы в первую очередь понимаем под блокчейном распределенную базу данных, состоящую из цепочки блоков транзакций (учетных записей), предназначенную для обработки, учета и хранения данных (их контрольных характеристик), обеспечивающую тождественность данных у всех участников и операторов информационной системы, подтверждение валидности (достоверности) блоков которой обеспечивается консенсусом между участниками такой системы.

В свою очередь, технология блокчейн использует имеющие электронную подпись временные ряды данных или записей, объединенных в блоки, взаимосвязи между которыми также имеют цифровую подпись. Таким образом, усложняется возможность искажения данных.

Вариант технологии блокчейн, примененный в информационной системе *Bitcoin*, является первой, наиболее распространенной и в наибольшей степени исследованной формой применения указанной технологии РБД. В рассматриваемом случае она использует очень сложный механизм «консенсуса» для валидации и авторизации внесения новой информации в базу данных.

Распределенная природа технологии системы *Bitcoin*, достигаемая за счет использования блоков и хеш-функций вместе с механизмом консенсуса (решающим проблему доверенных участников, характерную для Интернета и иных сетей при взаимоот-

<sup>1</sup> Доклад *Goldman Sachs (Blockchain — Putting Theory in Practice)* содержит краткие выводы, объясняющие основные концепции функционирования блокчейна: 1) это база данных, содержащая информацию о транзакции между двумя или большим числом ее сторон, резервные копии которой хранятся во многих точках на соответствующих компьютерах, являющихся узлами информационной системы — нодами (node); 2) подобная база данных состоит из «цепочек блоков» (*blockchain*), каждый из которых содержит данные, такие как детали транзакции — продавец, покупатель, цена, условия транзакции и др.; 3) детали транзакции, содержащиеся в каждом из блоков, проходят валидацию со стороны всех нодов сети посредством алгоритма, называемого «хеширование». Транзакция подтверждается в том случае, если результат хеширования подтверждается всеми нодами.

#### 4. Возможности применения новых финансовых технологий в корпоративной сфере

ношениях между неизвестными, распределенными сторонами), являются наиболее важными и поэтому наиболее исследованными инновациями, внедренными в систему *Bitcoin*<sup>1</sup>.

Согласно *Goldman Sachs*<sup>2</sup> в рассматриваемом случае база данных состоит из «цепочек блоков», каждый из которых содержит данные, такие как детали транзакции — продавец, покупатель, цена, условия транзакции или другие значимые детали.

Детали транзакции, содержащиеся в каждом из блоков, проходят валидацию со стороны всех *нодов* сети посредством алгоритма, называемого «хеширование». Транзакция подтверждается в том случае, если результат хеширования подтверждается всеми *нодами*.

Соответственно новый блок добавляется к существующей цепочке транзакций только в том случае, если он успешно проходит валидацию.

Ниже на рис. 4.1 показан процесс создания и валидации блоков, содержащих информацию о конкретной транзакции. Для обеспечения целостности передаваемых данных, как правило, используются криптографические хеш-функции, с помощью которых осуществляется аутентификация и шифрование.

Различают РДБ, требующие особых разрешений для доступа и не требующие таковых. Например, не требующие особых разрешений для доступа блокчейны *Bitcoin* и *Ethereum* являются открытыми информационными системами, которые не имеют ограничений на участие. Участники таких РДБ выполняют функции *нодов* в сети, имеют права доступа к данным в базе данных, права добавления информации в базы данных и участия в процессе валидации. Подобные базы данных не требуют наличия центрального контрагента или института доверенных участников, которые замещаются математическим алгоритмом консенсуса, встроенным в РДБ<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Доклад IOSCO по исследованию финансовых технологий. Технологии распределенных баз данных. Гл. 5. Пер. с англ. ООО «ИНФИ ПАРТАД», апрель 2017. С. 3.

<sup>2</sup> Goldman Sachs. Блокчейн — реализация теории на практике (Blockchain — Putting Theory in Practice), 2016.

<sup>3</sup> Доклад IOSCO по исследованию финансовых технологий. Технологии распределенных баз данных. Гл. 5. Пер. с англ. ООО «ИНФИ ПАРТАД», апрель 2017. С. 5.

#### 4.1. Распределенные базы данных и используемые технологии

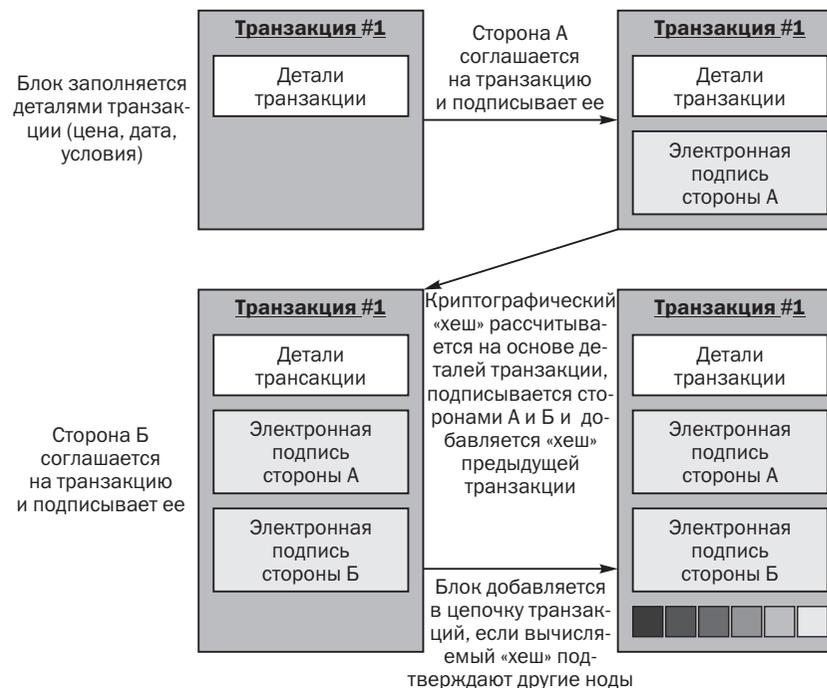


Рис. 4.1. Формирование блокчейна

Источник: Goldman Sachs. Блокчейн — реализация теории на практике (Blockchain — Putting Theory in Practice), 2016; Доклад IOSCO по исследованию финансовых технологий. Технологии распределенных баз данных. Гл. 5. Пер. с англ. ООО «ИНФИ ПАРТАД», апрель 2017. С. 4.

#### Алгоритмы консенсуса в РДБ

Двумя наиболее часто используемыми алгоритмами консенсуса являются «*доказательство проведенной работы*» (*PoW — proof-of-work*) и «*доказательство доли*» (*PoS — proof-of-stake*). При помощи *PoW* сеть участников блокчейна *Bitcoin* приходит к консенсусу, определяя, какой из майнинговых узлов запишет сформированный блок в блокчейн. Таким образом, вероятность получения права на подтверждение блока транзакций больше у участника РДБ (майнера) с большими вычислительными мощностями<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Доклад IOSCO по исследованию финансовых технологий. Технологии распределенных баз данных. Гл. 5. Пер. с англ. ООО «ИНФИ ПАРТАД», апрель 2017. С. 5.

#### 4. Возможности применения новых финансовых технологий в корпоративной сфере

В свою очередь, *PoS* — это алгоритм достижения консенсуса в РБД, основанный на необходимости доказательства хранения определенного количества средств (например, криптовалюты) на счете, используемый как альтернатива *PoW*. При применении в блокчейне указанный алгоритм с большей вероятностью выберет для подтверждения очередного блока в цепочке участника с большим количеством средств на счете.

Таким образом, алгоритм консенсуса *PoW* требует наличия у участника РБД значительных компьютерных мощностей и является энергоемким, в то время как алгоритм *PoS* — капиталоемким.

В то же время в РБД, требующих особых разрешений для доступа, с потенциалом применения на финансовом рынке нужны и иные механизмы балансирования вклада в создание и поддержание РБД и отдачи от этого процесса. Например, основатель блокчейн-проектов *MasterCash* и *Soundchain* Артем Абаев в качестве алгоритма консенсуса предполагает в них использовать гибридный алгоритм *доказательство полномочий* (*PoA Notary — Proof-of-Authority*), где ноды авторизовываются нотариусами из США на основе договора — вплоть до описания технических форков (изменений ядра кода) и дорожной карты развития<sup>1</sup>.

В японской платформе *NEM* используется алгоритм консенсуса *доказательство важности* (*PoI — Proof-of-Importance*). В нем определение участника РБД, который будет записывать следующий блок в цепочку, происходит с учетом его вклада в продвижение соответствующей криптовалюты. Соответственно степень участия определяется как комбинация счета баланса участника и графа входящих и исходящих транзакций<sup>2</sup>.

Исходя из вышеизложенного, независимо от используемого алгоритма достижения консенсуса непубличные РБД, требующие особых разрешений для доступа, в случае создания на финансовом рынке России будут, скорее всего, представлять собой системы, совместно используемые участниками, имеющими авторизованный доверенной стороной доступ к системе. Определенные структурные звенья таких РБД будут осуществлять авторизацию каждого нового участника в соответствии с установленными критериями и определять *ноды*, участвующие в процессе

<sup>1</sup> URL: <https://vc.ru/p/soundchain-ico>.

<sup>2</sup> URL: <https://golos.io/ru--kriptovalyuty/@ontofractal/til-ob-algoritme-konsensusa-i-vozmozhnostyakh-kriptotokena-nem>.

#### 4.1. Распределенные базы данных и используемые технологии

верификации или следить за соблюдением установленной процедуры подключения к системе.

Таким образом, РБД, требующие особых разрешений для доступа, не являются полностью децентрализованными и используют доверенные/обладающие особыми правами структуры. Этим они фундаментально отличаются, например, от блокчейна *Bitcoin*, который является полностью децентрализованной базой данных с анонимными участниками.

#### Токены

Обязательным условием применения технологий РБД считается предварительная дигитализация или *токенизация* активов, которые в ней учитываются и обращаются, и (или) данных их владельцев. «Токен» (*token*) представляет собой криптографически защищенную запись о цифровом активе с определенными количественными и (или) качественными признаками самого актива или его собственника, учет транзакций которой ведется в блокчейн-сети. Такими активами могут быть деньги, товары, ценные бумаги или права собственности и реквизиты собственника. Соответственно токенизация — процесс цифрового представления актива или собственника актива<sup>1</sup>.

Таким образом, для широкого использования технологии РБД в торгах и учете финансовых инструментов последние должны быть «*токенизованы*». Желательно, чтобы *токены* либо были предусмотрены законодательством для того, чтобы представлять собой легитимное подтверждение права собственности на финансовые инструменты, либо были прямо связаны (взаимно конвертируемы) с традиционно оформленными правами на активы, выступая в качестве их криптопроизводных.

Кроме этого, деньги тоже должны быть *токенизованы* для того, чтобы они могли выполнять функции средства расчетов по транзакциям, обрабатываемым с помощью технологий РБД. В настоящее время в качестве популярного решения вопроса осуществления расчетов по транзакциям в рамках РБД, требующей особых разрешений для доступа, рассматриваются так называемые *расчетные монеты* (*settlement coins*), использующие цифровую оболочку, характерную для криптовалют.

<sup>1</sup> Доклад IOSCO по исследованию финансовых технологий. Технологии распределенных баз данных. Гл. 5. Пер. с англ. ООО «ИНФИ ПАРТАД», апрель 2017. С. 7.

**Расчетные монеты** — специальные токены, эмитированные нодом, консенсуально признанным в качестве доверенного/регулирующего нода информационной системы, для содействия расчетам между ее участниками при отсутствии в РБД своей криптовалюты. Расчетные монеты обеспечиваются денежными депозитами, внесенными нодами третьей стороне, например банку-кастодиану в той же сети.

Когда участникам закрытой РБД требуются фиатные деньги, они могут конвертировать в них свои *расчетные монеты*. Существуют различные опытные внедрения концепции расчетных монет, например *Citicoин* от *Citigroup*, *SETLcoin* от *Goldman Sachs*, *Utility Settlement Coin* от *UBS* с партнерами: *BNY Mellon*, *Deutsche bank*, *ICAP* и *Santander*.

В связи с осуществлением расчетов в РБД за предоставляемые ее участниками друг другу и своим клиентам активы или услуги появляется потребность в электронном *кошельке (wallet)*, роль которого в РБД выполняет программное приложение, позволяющее производить транзакцию с заданного адреса владельца с использованием принадлежащих ему токенов и (или) расчетных монет и просматривать баланс его прав и обязательств. К маю 2017 г., по данным *Coinbase*, в мире было создано около 12 млн *кошельков*, а через три года их количество может достичь 300—400 млн<sup>1</sup>.

#### Умные контракты

Программные решения, основанные на технологии блокчейн, создаются как виртуальный слой или программная оболочка, облегчающие переход имущественных и неимущественных прав от одного владельца к другому. Считается, что с этой задачей в рамках РБД в отношении обязательственных прав лучше всего справляются так называемые *умные или смарт-контракты (smart contracts)*, — компьютерные протоколы (программы), эмулирующие логику договорных положений и являющиеся способом реализации соглашений между сторонами путем исполнения заложенного в них алгоритма, исключающего человеческий фактор.

Проще говоря, умные контракты представляют собой предвзительно написанную логику<sup>2</sup> проведения операций, хранящую

<sup>1</sup> URL: [http://incruussia.ru/news/eksperty-venchurnogo-rynka-rasskazali-chto-zhdet-kriptoekonomiku/?utm\\_referrer=https%3A%2F%2Fzen.yandex.com](http://incruussia.ru/news/eksperty-venchurnogo-rynka-rasskazali-chto-zhdet-kriptoekonomiku/?utm_referrer=https%3A%2F%2Fzen.yandex.com).

<sup>2</sup> Например, «Если..., то...» — утверждение, говорящее о том, что «Если произойдет X, сделайте Y, в ином случае F».

ся и исполняемую *нодами* в РБД<sup>1</sup>. После исполнения и верификации действий, осуществленных *умным контрактом*, последнее состояние информации (результат действий), связанной с деловой операцией, будет записано и сохранено в блоке<sup>2</sup>.

Для облегчения восприятия функции умных контрактов в РБД можно также использовать понятие *автономный агент (autonomous agent)*, под которым понимается программная сущность (приложение и программный модуль), который может принимать решение без участия и одобрения человека. Соответственно умный контракт — это автономный агент, работающий по технологии блокчейн.

Для того чтобы *умные контракты* могли использоваться, должна быть четкая правовая определенность их роли в системе отношений участников РБД, содержание которых не должно противоречить действующему законодательству юрисдикции, которая определена в качестве места исполнения *умного контракта*. Британские юристы полагают, что оформляющая отношения сторон контракта правовая оболочка должна содержать код *умного контракта* с помощью ссылки на него в простом контракте, но простой контракт должен иметь преобладающую силу в регулировании отношений сторон<sup>3</sup>.

Сложность использования института *умного контракта* представляет его детерминированность по своей природе в отличие от гибкости, свойственной документарным контрактным соглашениям. Отсюда возникает необходимость механизмов, позволяющих приостановить или отменить действие умных контрактов в определенных случаях<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> Первое поколение блокчейн было создано для осуществления небольшого набора простых операций — в основном сделок с обладающими признаками платежного средства токенами. Технологии развивались и сейчас позволяют выполнять более сложные операции, подразумевающие использование полноценного программирования.

<sup>2</sup> Энтони Льюс, автор портала *Bitsonblocks.net*, отмечает: «Если блокчейн дает нам заслуживающее доверия распределенное хранилище, то умные контракты обеспечивают нас заслуживающими доверия распределенными вычислениями». См.: URL: <https://bitsonblocks.net>.

<sup>3</sup> См.: Блог Oxford University. Умные контракты: совпадение ожиданий и реальности. URL: <https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2016/07/smart-contracts-bridging-gap-between-expectation-and-reality>.

<sup>4</sup> См. Блог Oxford University. Умные контракты: совпадение ожиданий и реальности. См. также: URL: <http://www.nortonrosefulbright.com/files/smart-contracts-coding-the-fine-print-excerpt-137900.pdf>; URL: <http://f.datasrvr.com/fr1/416/66238/2.pdf>.

#### 4. Возможности применения новых финансовых технологий в корпоративной сфере

Поэтому в коде *умного контракта* должна быть предусмотрена защита от ошибок, при срабатывании которой (т.е. при наступлении согласованных сторонами событий) предварительно определенная участниками РБД сторона контракта могла бы осуществить приостановку или отмену выполнения кода *умного контракта* (например, доверенный орган управления закрытой РБД с доступом по специальному разрешению, обладающий универсальным ключом электронных подписей).

Концепция *умных контрактов* положена в основу деятельности *Ethereum* — открытой платформы для создания децентрализованных блокчейн-сервисов и приложений. Ее создатели полагают, что с ее помощью можно создать собственную криптовалюту, лотерею, систему идентификации, платформу краудфандинга, децентрализованный маркетплейс, мобильный платежный сервис и многое другое с использованием соответствующих умных контрактов. Платформа была запущена 30 июля 2015 г. Для ее реализации в Швейцарии был организован фонд *Ethereum*. У *Ethereum* есть собственная криптовалюта — *ether* («эфир»). На конец августа 2017 г. рыночная капитализация платформы *Ethereum* вплотную приблизилась в 30 млрд долл.<sup>1</sup> Уже сейчас на ней работают сотни онлайн-сервисов и приложений<sup>2</sup>.

\* \* \*

Технологии РБД предоставляют системно взаимосвязанный и проверенный во множестве опытных внедрений инструментарий (алгоритм консенсуса, умные контракты, токены, блокчейн и др.), дающий возможность их применения в различных сегментах рынках капитала в целях обеспечения прямой взаимосвязи между активами разного рода и их владельцами, с возможностью совершения ими транзакций на неизменяемых без согласия всех заинтересованных в ней сторон условиях.

В течение последних нескольких лет технологии РБД проходят интенсивную апробацию на различных рынках, в процессе которой их базовый инструментарий развивается и диверсифицируется. Создание блокчейн-платформы *Ethereum* дало взрывной эффект массированного запуска основанной на ее использовании реализаций технологий РБД.

<sup>1</sup> URL: [https://www.coingecko.com/ru/Рыночная\\_Капитализация/эфириум/usd](https://www.coingecko.com/ru/Рыночная_Капитализация/эфириум/usd).

<sup>2</sup> URL: <http://incrossia.ru/fly/sozdatel-ethereum-vitalik-buterin-blokcheyn-pomozhet-iskorenit-korrupsiyu/>.

#### 4.2. Преимущества, возможности и риски, порождаемые технологиями РБД

##### 4.2. Преимущества, возможности и риски, порождаемые технологиями РБД на финансовом рынке

Основной недостаток централизованных информационных систем и порождаемых ими БД на финансовом рынке состоит в том, что они опираются на «единственную точку отказа» в виде централизованной инфраструктуры обработки операций и многоуровневую систему посредников для хранения, расчетов и платежей. Если операционные проблемы вызывают сбои в платежных системах или центральном депозитарии (ЦД), то инвесторы с нерассчитанными транзакциями подвергаются риску несвоевременного исполнения операций<sup>1</sup>.

К числу преимуществ технологий РБД, которые проявились в результате опытных внедрений их концепций, обычно относят следующие<sup>2</sup>.

##### Оптимизация расчетов

Расчеты на условиях «поставка против платежа» (*DVP*) в распределенных информационных системах могут выполняться быстрее, чем в централизованной структуре, и становятся окончательными, как только расчеты по сделке одобрены умным контрактом и записаны в РБД.

Одним из преимуществ технологий РБД является то, что они могут использоваться для обеспечения расчетов в реальном времени. Тем не менее решения, относящиеся ко времени расчетов, могут варьироваться в зависимости от типа актива, объема транзакций, требований ликвидности, влияния на маркет-мейкеров и текущей относительной эффективности конкретного сегмента рынка ценных бумаг. Таким образом, внедрение технологий РБД не обязательно приведет к осуществлению расчетов в реальном времени. Но указанные технологии могут привести время расчетов в соответствие с потребностями рынка, а не с технологическими ограничениями<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> См.: Tyson K., Jacaruso P., Sleenhoff R., Fedotov A. DVP on DLT: Linking cash and securities for delivery vs. payment settlement in distributed ledger arrangements. March 2017. URL: [https://www.nsd.ru/common/img/uploaded/files/depo/147/27-34\\_Fedotov.pdf](https://www.nsd.ru/common/img/uploaded/files/depo/147/27-34_Fedotov.pdf).

<sup>2</sup> Доклад IOSCO по исследованию финансовых технологий. Технологии распределенных баз данных. Гл. 5. Пер. с англ. ООО «ИНФИ ПАРТАД», апрель 2017. С. 12.

<sup>3</sup> См.: FINRA. Доклад по технологии распределенных баз данных: внедрение технологии блокчейн в сфере ценных бумаг (Report on Distributed Ledger Technology:

#### 4. Возможности применения новых финансовых технологий в корпоративной сфере

При использовании технологии РБД расчеты с финансовыми инструментами сокращаются с дней до минут. Например, перевод денежных средств с использованием блокчейна *Bitcoin* осуществляется в течение нескольких секунд или минут в отличие от действующей практики банковских переводов, при которой он в среднем занимает два или три дня.

##### Надежность и высокий уровень доверия пользователей

Другим преимуществом технологий РБД является надежность и возможность отслеживания истории записей о транзакциях. В частности, при использовании РБД, не требующей специальных разрешений для доступа, записи являются неизменяемыми. Любая попытка изменения сделанной ранее записи, например блок истории изменений блокчейна, требует пересчета всех *хешей*<sup>1</sup> блока, введенных последовательно в указанный блок. Если запись должна быть изменена или удалена, то необходимо осуществить операцию отмены, которая сама по себе является полностью отслеживаемым вводом данных.

Если технология блокчейн используется в РБД, требующей особых разрешений для доступа к ней, то каждый блок данных подписывается полноправным участником (нодом), имеющим право на добавление блоков с новой информацией. Для внесения дополнений в запись об истории изменений они должны быть приняты ограниченным перечнем участников закрытой информационной системы. Подобные изменения являются отслеживаемыми, что формирует высокий уровень доверия между пользователями РБД и является важным преимуществом указанных технологий<sup>2</sup>.

В целом технологии РБД снижают традиционные операционные риски благодаря исключению дублирования информационных потоков и сохранению единого неизменяемого источника

Implications of Blockchain for the Securities Industry), 2017. URL: <http://www.finra.org/industry/report-distributed-ledger-technology-implications-blockchain-securities-industry>.

<sup>1</sup> Хеш (хеш-код) — результат математических вычислений фиксированной длины, который получается вследствие применения криптографического алгоритма к входящей информации (массиву данных). Хэш-код используется для проверки целостности информации, защиты от несанкционированного доступа и создания эффективной структуры данных.

<sup>2</sup> URL: <http://incrossia.ru/fly/sozdatel-ethereum-vitalik-buterin-blokcheyn-pomozhet-iskorenit-korrupsiyu/>.

#### 4.2. Преимущества, возможности и риски, порождаемые технологиями РБД

каждого блока данных, записанных в хронологической последовательности. Тем не менее, если ошибка происходит, ее надо отследить или исправить.

В свою очередь, новые операционные риски, специфические для открытых РБД, не требующих особых разрешений для доступа, включают в себя вопросы с устойчивостью сети. В частности, ноды, осуществляющие верификацию, могут выйти из сети в том случае, если преимущества от валидации транзакций не являются достаточными или если требуемые вычислительные мощности становятся слишком дорогими.

Указанный риск ниже в закрытой РБД, требующей особых разрешений для доступа, так как у доверенного ее участника имеется право и возможность контроля над входом-выходом из информационной системы, предоставляемая общими правилами и принципами управления ею как сетью нодов.

Другим фактором снижения традиционных операционных рисков в РБД по сравнению с централизованными БД является то, что умный контракт обеспечивает реализацию функционала, необходимого пользователям РБД, автоматически.

Тем не менее, если ошибка происходит, ее становится сложнее исправить, так как операции связаны друг с другом и встроены в блокчейн, которые к тому же исполняются сами по себе в соответствии с программным кодом, прописанным в умном контракте.

Помимо этого, *умные контракты* не исключают вероятность ошибки программирования. Программный код *умного контракта* не обязательно будет точно отражать намерение авторов контракта и может быть источником дополнительного операционного риска. Считается, тем не менее, что общий уровень операционных рисков и затрат на управление ими в РБД ниже, чем в централизованных БД.

##### Снижение издержек

Различные исследования содержат выводы о том, что глобальные инфраструктурные издержки на обслуживание финансовых транзакций могут быть снижены путем внедрения технологий РБД на сумму от 11 до 20 млрд долл. США к 2022 г.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Santander Innoventures. Документ финтех 2.0 — перезагрузка финансовых сервисов (The Fintech 2.0 Paper — rebooting financial services, June 2015) указал на еже-

#### 4. Возможности применения новых финансовых технологий в корпоративной сфере

Экономия может достигаться за счет автоматизации процесса расчетов посредством умных контрактов и сопутствующим снижением операционных и расчетных рисков и связанных с их управлением соблюдением ограничений, устанавливаемых регуляторами. Например, многие проекты на той же платформе *Ethereum* можно делать без значительных вложений, а для поддержки сервисов не нужна централизованная ИТ-инфраструктура.

##### Расширение перечня активов, вовлекаемых в рыночный оборот

Активы, имеющие значительную стоимость производства, осуществления транзакций с ними и доставки, например товары, энергия, предметы искусства, недвижимость и ценные бумаги, могут быть «*токенизированы*» для сохранности собственности на них и облегчения оборота прав на них. Кроме того, токенизация активов облегчает возможность их использования для обеспечения обязательств.

В то же время транзакция с финансовыми инструментами любой природы связана с обменом актива на деньги. Для достижения полноценных расчетов по модели «поставка против платежа» в рамках сети РБД как кредитование активом, так и кредитование денежными средствами должно осуществляться одновременно. Если денежные средства не *токенизированы*, необходимо иметь отдельную базу данных по деньгам для расчетов. Это, в свою очередь, сокращает эффективность внедрения технологий РБД.

Альтернативным решением, рассматриваемым в настоящее время отраслью, как отмечалось выше, является использование так называемых *расчетных монет* для осуществления транзакций в РБД, требующей особых разрешений для доступа в нее.

##### Безопасность

Безопасность в блокчейн обеспечивается посредством шифрования блоков и связей между ними. Кроме этого, хакерская атака на каждый из *нодов* в блокчейне является более сложной для осуществления на текущей стадии технологического развития, чем атака на централизованную базу данных.

годную экономию от 15 до 20 млрд долл. США на глобальных инфраструктурных издержках к 2022 г. (URL: [http://www.finextra.com/finextra-downloads/newsdocs/the\\_fintech\\_2\\_0\\_paper.pdf](http://www.finextra.com/finextra-downloads/newsdocs/the_fintech_2_0_paper.pdf)). Goldman Sachs. Блокчейн — реализация теории на практике, май 2016. обозначил ежегодную экономию в сумме от 11 до 12 млрд долл. США на глобальных затратах на расчетах по ценным бумагам.

#### 4.2. Преимущества, возможности и риски, порождаемые технологиями РБД

Однако шифрование обеспечивает не абсолютную защиту от рисков кибер-мошенничества. Например, с учетом опыта использования метода *доказательство проведенной работы* в блокчейне *Bitcoin* вредоносный *нод* должен обладать более чем 50% вычислительной мощности сети для контроля за блокчейном и процессом валидации<sup>1</sup>. Опыт эксплуатации блокчейна *Bitcoin* показывает, что приобретение подобных мощностей является дорогостоящим и маловероятным в ближайшей перспективе<sup>2</sup>.

Наиболее распространенными угрозами для децентрализованных распределенных систем являются не атаки на сети пользователей РБД, а кражи или потери персональных ключей, позволяющих их владельцам контролировать свои цифровые активы, и в случае их потери контроль над активами также теряется. Кражи персональных ключей осуществляются различными способами и влекут различные последствия. Например, хакеры смогли украсть биткойны на сумму около 500 млн долл. США на бирже *Mt.Gox* еще в 2014 г., не нарушив протокол блокчейна *Bitcoin*, что в результате привело к закрытию данной биржи<sup>3</sup>.

А 7 августа 2017 г. индийская биткойн-биржа *Unocoin* приняла на себя вину за хищение средств клиентов. Кража в размере 0,25 BTC (около 840 долл.) с каждого биткойна привела к временному закрытию биржи. Количество пострадавших счетов биржа не раскрывает. В сообщении биржи отмечено, что инцидент затронул незначительную часть клиентов<sup>4</sup>.

Совет по ценным бумагам и биржам Индии (*SEBI*) в своем пресс-релизе отметил, что хотя технологическая революция на финансовых рынках ставит перед регуляторами ряд вызовов, но в то же время создает и возможности для более эффективного функционирования за счет новых технологических решений<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> Тем не менее, по мнению Eyal и Sireg (2014), может быть, достаточно обладать 25% вычислительных мощностей для валидации вредоносной транзакции. URL: [http://fc14.ifca.ai/papers/fc14\\_submission\\_82.pdf](http://fc14.ifca.ai/papers/fc14_submission_82.pdf).

<sup>2</sup> Доклад IOSCO по исследованию финансовых технологий. Технологии распределенных баз данных. Гл. 5. Пер. с англ. ООО «ИНФИ ПАРТАД», апрель 2017. С. 16.

<sup>3</sup> URL: <http://www.wired.com/2014/03/bitcoin-exchange/>.

<sup>4</sup> URL: <https://www.coindesk.com/bitcoin-exchange-unocoin-repay-users-account-thefts/> t «\_blank».

<sup>5</sup> URL: [http://www.sebi.gov.in/media/press-releases/aug-2017/sebi-constitutes-committee-on-financial-and-regulatory-technologies-cfrt-\\_35526.html](http://www.sebi.gov.in/media/press-releases/aug-2017/sebi-constitutes-committee-on-financial-and-regulatory-technologies-cfrt-_35526.html) t «\_blank».

#### 4. Возможности применения новых финансовых технологий в корпоративной сфере

Следует также помнить, что организации, обладающие в перспективе оборудованием на базе квантовых компьютеров, теоретически смогут угрожать распределенным системам, опирающимся на использование наиболее распространенных криптографических алгоритмов, и, в свою очередь, создавать риски для глобальной экономики<sup>1</sup>. Тем не менее технологии распределенных БД являются не более уязвимыми для такого рода действий, чем любая существующая централизованная база данных.

##### Развитие цифрового регулирования с использованием «регулятивной песочницы»

Использование технологий РБД, в отличие от распространенного мнения о непрозрачности созданных на их основе информационно-коммуникационных сетей, как раз создает дополнительные возможности для регулирующих органов, включая саморегулируемые организации участников рынка, по дистанционному надзору и получению информации о транзакциях между участниками распределенной сети.

Регуляторы имеют техническую возможность участвовать в любой РБД рынка капитала в качестве одного из *нодов*, автоматически получая, таким образом, доступ ко всем ее данным, что дает возможность отслеживать изменения значимой информации в режиме реального времени, а не с той или иной нормативно установленной периодичностью.

Кроме того, в РБД, требующих особых разрешений для доступа к ним, есть, как минимум, одно регулирующее доверенное лицо, хранящее все записи и информацию обо всех участвующих *нодах*. Поэтому для регуляторов относительно просто отслеживать действия участников такой сети, и именно РБД этого типа имеют наибольшие перспективы для внедрения в существующие сегменты финансового рынка, включая учетную инфраструктуру.

<sup>1</sup> В последние годы ученые в сфере IT и физики также разрабатывают квантовую криптографию для использования квантовых механических свойств для решения криптографических задач. URL: [https://en.wikipedia.org/wiki/Quantum\\_cryptography](https://en.wikipedia.org/wiki/Quantum_cryptography).

#### 4.2. Преимущества, возможности и риски, порождаемые технологиями РБД

##### Регулирование в режиме «песочницы»

Вместе с новыми технологиями все большее распространение в мире получает и инновационный подход к регулированию рынков — режим «*песочницы*» (*sandbox*). Этот термин в сфере информационных технологий первоначально означал проверку работоспособности и безопасности приложения в среде, отделенной от иных приложений<sup>1</sup>.

Регулирование в режиме «песочницы» — перечень правил, которые позволяют инновационным компаниям тестировать свои продукты/модели ведения бизнеса в реальной среде без соблюдения определенных требований законодательства<sup>2</sup>. Режим «песочницы» действует ограниченное время при соблюдении заранее определенных требований (например, по количеству обслуживаемых клиентов, допустимой степени риска) и под непрерывным надзором со стороны регулятора. Одной из первых юрисдикций, осуществившей внедрение регулирования в режиме «песочницы», стала Великобритания. В 2015 г. было объявлено об использовании нового подхода, а первые сервисы были одобрены для проверки в 2016 г. Компании должны подать заявление в *Financial Conduct Authority (FCA)*<sup>3</sup> для согласования тестирования своих услуг в режиме «песочницы». После согласования каждая компания получает индивидуальную поддержку со стороны регулятора, при необходимости освобождается от определенных требований законодательства<sup>4</sup>. Если по результатам тестирования компания хочет продолжать оказывать услуги на коммерческой основе, она должна соблюдать все существующие требования для данного вида деятельности.

В Австралии же в общем случае компании не должны подавать отдельное заявление регулятору для применения данного подхода. Австралийский регулятор рынка капитала — *Australian Securities & Investments Commission (ASIC)* предоставил компаниям возможность тестирования своих сервисов без наличия соответствующей лицензии до тех пор, пока соблюдаются определенные критерии: компании должны осуществлять определенные виды деятельно-

<sup>1</sup> URL: [https://en.wikipedia.org/wiki/Sandbox\\_\(computer\\_security\)](https://en.wikipedia.org/wiki/Sandbox_(computer_security)).

<sup>2</sup> URL: <http://pubdocs.worldbank.org/en/770171476811898530/Session-4-Pavel-Shoust-Regulatory-Sandboxes-21-09-2016.pdf>.

<sup>3</sup> URL: <https://www.fca.org.uk/firms/regulatory-sandbox>.

<sup>4</sup> URL: <https://www.fca.org.uk/publication/research/regulatory-sandbox.pdf>.

#### 4. Возможности применения новых финансовых технологий в корпоративной сфере

сти, период тестирования ограничен 12 месяцами, компания, тестирующая услугу, должна иметь не более 100 клиентов, расходы которых не должны превышать 5 млн австралийских долл.<sup>1</sup>

Регулирование в режиме «песочницы» развивается и в Сингапуре<sup>2</sup>. Процесс согласования работы компании в режиме «песочницы» во многом аналогичен таковому в Великобритании. Компании подают заявления в *Monetary Authority of Singapore (MAS)*, которое принимает решение о возможности тестирования в режиме «песочницы».

\* \* \*

Преимущества и возможности технологий РБД постепенно проявляются по мере реализации использующих их проектов в различных сферах экономической жизни. Одновременно с этим накапливается история реализации рисков, позволяющая выработать меры управления ими. Поддержка этих процессов регуляторами рынка капитала могла бы осуществляться (в интересах защиты прав инвесторов) путем применения режима регулятивных «песочниц» для отработки новых технологий при их пилотных внедрениях.

В этом случае скорость адаптации участников рынка капитала к новым технологическим условиям может быть существенно повышена, что в сочетании с повышением уровня доверия между взаимодействующими на рынке сторонами должно в перспективе привести к существенному сокращению как транзакционных, так и регулятивных издержек.

Если суммировать все достоинства и риски применения технологий РБД, то можно сказать, что они делают возможным «доверие в условиях отсутствия доверия»<sup>3</sup>.

В то время как в традиционной системе отношений на финансовом рынке доверие обычно достигается путем формирования

<sup>1</sup> URL: <http://asic.gov.au/about-asic/media-centre/find-a-media-release/2016-releases/16-440mr-asic-releases-world-first-licensing-exemption-for-fintech-businesses/>; URL: <http://asic.gov.au/for-business/your-business/innovation-hub/licensing-and-regulation/licensing-exemption-for-fintech-testing/>.

<sup>2</sup> URL: <http://www.mas.gov.sg/Singapore-Financial-Centre/Smart-Financial-Centre/FinTech-Regulatory-Sandbox.aspx>; URL: <http://www.mas.gov.sg/~media/Smart%20Financial%20Centre/Sandbox/FinTech%20Regulatory%20Sandbox%20Guidelines.pdf>.

<sup>3</sup> Сингер М., Ноулз Т. Доверие в отсутствие доверия // Депозитариум. 2017. № 2. С. 45.

#### 4.3. Направления применения технологий РБД

сложных бизнес-процессов, стимулирующих их участников действовать добросовестно и осмотрительно, то в системе, основанной на РБД, это технически гарантируется умными контрактами и другими ее инструментами. Решения, основанные на технологиях РБД, устраняют необходимость многочисленных сверок данных между посредниками, снижают операционные риски и сокращают расходы.

#### 4.3. Направления применения технологий РБД в сфере жизнедеятельности корпораций (*CorpTech*)

##### Перспективы технологий РБД в сфере регистрации корпораций, учета прав собственности на их акции и корпоративных действий

В финансовой сфере имеет место большое количество подготавливаемых «опытных внедрений» концепций РБД, включающих инновационные хабы, акселераторы, инкубаторы и консорциумы, партнерства со стартапами. Но, несмотря на это, еще только предстоит выяснить то, в какой степени технологии РБД (и какие именно) решают анализируемые проблемы.

Мы полагаем, что существуют большие перспективы использования технологий РБД для повышения эффективности корпоративных действий и иных аспектов жизни акционерных обществ.

Для смыслового обособления этих процессов от аналогичных по применяемому программно-смысловому инструментарию, но специфических по целям и изначально альтернативных традиционным банковским технологиям, именуемым *FinTech*, мы предлагаем использовать термин *CorpTech* (корпоративные информационные технологии).

Посмотрим на возможности применения *CorpTech* для корпоративных действий, представляющих собой события, инициированные компанией и оказывающие влияние на всех собственников эмитированных компанией ценных бумаг. К типичным корпоративным действиям относятся выплаты дивидендов или купонов по облигациям, досрочное погашение ценных бумаг, выпуск дополнительных акций, дробление ценных бумаг, проведение ОСА, голосование по доверенности и т.д.

Как мы показали в предшествующих разделах, для осуществления корпоративных действий необходим информационный

#### 4. Возможности применения новых финансовых технологий в корпоративной сфере

обмен между множеством сторон, например между компаниями-эмитентами, инвесторами, посредниками (кастодианами и регистраторами), биржами и регуляторами. Подобный информационный обмен, как правило, приводит к дублирующим процессам и к обмену, верификации и обновлению одних и тех же данных в разных БД. Применение «каскадных схем» взаимодействия эмитента с бенефициарными владельцами ценных бумаг, обслуживаемых иерархической депозитарной системой с ЦД во главе, влечет существенные издержки и не гарантирует эффективную реализацию прав, вытекающих из владения ценными бумагами (см. п. 4.1, 4.2).

Кроме того, централизованная система поддержки корпоративных действий в большей степени подвержены мошенническим действиям третьих лиц и кибер-угроз ее безопасности.

В настоящее время в разных странах исследуются возможности повышения эффективности вышеупомянутых процессов с помощью технологий РБД, в том числе соответствующих *умных контрактов*. Например:

— корпоративные действия, приводящие к изменению стоимости ценных бумаг или имущества инвесторов, в частности, дробление акций, дивиденды и купонные выплаты могут быть запрограммированы в рамках *умных контрактов* для автоматизации подобных изменений;

— корпоративные действия, требующие принятия решений, такие как голосование по доверенности или приглашение к участию в дополнительном выпуске ценных бумаг, могут быть обработаны с использованием технологий РБД.

В 2017 г. глобальный биржевой холдинг *NASDAQ* и Республика Эстония обеспечили возможность использования платформы электронных государственных услуг для предоставления возможности электронного голосования с использованием технологий РБД. Данная платформа обеспечивает возможность голосования на общих собраниях акционеров для владельцев ценных бумаг компаний, прошедших листинг на единственном регулируемом эстонском рынке ценных бумаг *Nasdaq's Tallinn Stock Exchange*<sup>1</sup>.

23 января 2017 г. было успешно протестировано приложение для голосования (для *LHV Group*). В настоящее время у него

<sup>1</sup> URL: <http://ir.nasdaq.com/releasedetail.cfm?releaseid=954654>.

#### 4.3. Направления применения технологий РБД

есть четыре пользовательских веб-интерфейса. Идентификация пользователя осуществляется по *Estonian digital ID* — либо с помощью *Estonian ID card*, либо по *e-Residency card*.

Пользователи имеют возможность:

— изучать информацию о собраниях и голосовать до или во время собрания;

— передавать свои права для голосования доверенному лицу;

— отслеживать голосование доверенного лица и в случае необходимости отозвать доверенность;

— просматривать записи (удалить которые невозможно), содержащие информацию по предыдущим собраниям и операциям.

Кастодианы, представленные в реестрах эстонских эмитентов в качестве номинальных держателей, также могут голосовать в интересах своих клиентов или передать права по голосованию бенефициарным владельцам в кратчайшие сроки. Информация о правах собственности, количестве голосов на собрании и о передаче права голоса другому лицу теперь хранится в РБД, использующей технологию блокчейн. Таким образом, технологии РБД способны сделать процесс голосования по доверенности более прозрачным.

До этого в октябре 2015 г. *NASDAQ* продемонстрировала *LINQ* — платформу, использующую блокчейн для ведения электронных реестров собственников акций, эмитированных частными компаниями на стадии до *IPO*<sup>1</sup>.

*LINQ* представляет собой РБД, использующую особые разрешения для доступа. В декабре 2015 г. *Chain.com* — частная компания, занимающаяся развитием технологии блокчейн, опубликовала пресс-релиз, в котором сообщала об эмиссии акций для частных инвесторов с использованием платформы *LINQ*.

Параллельно с этим Делавэр — штат, в котором зарегистрировано большинство корпораций США, также объявил о работе над проектом блокчейн для автоматизации процессов их создания, призванный прекратить использование документов на бумажном носителе для регистрации предприятий и эмиссий, а также процессов ведения реестров акционеров, управления ка-

<sup>1</sup> URL: <http://ir.nasdaq.com/releasedetail.cfm?releaseid=948326>; URL: <http://ir.nasdaq.com/releasedetail.cfm?releaseid=938667>.

#### 4. Возможности применения новых финансовых технологий в корпоративной сфере

питализацией компании и взаимодействия с акционерами частных компаний<sup>1</sup>.

По состоянию на январь 2017 г. был реализован один из трех этапов проекта: внедрение технологии РБД в работу архива штата Делавэр. Технология «умных контрактов» обеспечивает здесь, в частности, автоматизированное соответствие законодательству в сфере хранения и уничтожения архивных документов.

На втором этапе будут внедрены «умные формы» для регистрации предприятий, соответствующие Универсальному коммерческому кодексу (прим. *Uniform Commercial Code*, далее — *UCC*). Сейчас процесс регистрации требует заполнения бумажных форм, является медленным и подвержен ошибкам. Формы *UCC* с использованием технологии РБД будут:

- 1) автоматизировать процесс появления или обновления форм и связанной документации;
- 2) увеличивать скорость поиска по заполненным формам;
- 3) уменьшать количество ошибок и недобросовестных действий;
- 4) сокращать издержки.

На третьем этапе предполагается перевести на РБД учет эмиссий ценных бумаг и (возможно) прав собственности на бумаги. В этих целях были приняты изменения в законодательство штата, вступившие в силу с 1 августа 2017 г. и предоставляющие корпорациям право осуществлять размещение акций и торговлю ими на платформе с использованием технологии блокчейн<sup>2</sup>.

А вот итальянская биржа *Borsa Italiana*, входящая в группу Лондонской фондовой биржи (*LSEG*), и *IBM* начинают свой проект с того, чем штат Делавэр собирается закончить.

19 июля 2017 г. они объявили о проекте использования технологии блокчейн для перевода в цифровой вид сертификатов ценных бумаг малых предприятий, что должно упростить процесс эмиссии и ведения реестров акционеров<sup>3</sup>. Рассмотренная нами выше система (разд. 3) организации учета прав собственности на акции и осуществления корпоративных действий на ее основе в

<sup>1</sup> URL: <http://global.blogs.delaware.gov/2016/06/10/delaware-to-create-distributed-ledger-based-share-ownership-structure-as-part-of-blockchain-initiative/>.

<sup>2</sup> URL: <http://forklog.com/shtat-delaver-zakonodatelno-zakrepil-ispolzovanie-tehnologii-blokchejn-pri-torgovle-tsennymi-bumagami/>.

<sup>3</sup> URL: <http://www.lseg.com/resources/media-centre/press-releases/lseg-collaborating-ibm-develop-securities-data-blockchain-solution-european-smes>.

#### 4.3. Направления применения технологий РБД

Италии, действительно, нуждается в серьезном совершенствовании.

Анонсированная технология предполагает создание РБД записей о транзакциях акционеров. По мнению авторов проекта, применение технологии блокчейн расширит доступ малых и средних предприятий Европы к инвестиционным ресурсам и создаст возможности для точной фиксации изменяющейся информации о владельцах ценных бумаг и транзакциях с их участием. В целях реализации проекта предполагается использование конкретной технологии — *Hyperledger Fabric*, разработанной *Linux Foundation*<sup>1</sup>, членами которой являются *IBM* и *LSEG*.

*Linux Foundation* начала разработку технологии *Hyperledger* в 2015 г. для совершенствования межотраслевых применений технологий блокчейн. *Hyperledger Fabric* представляет собой один из вариантов реализации технологий РБД в рамках *Hyperledger*. Отличие *Hyperledger Fabric* от некоторых других РБД состоит в том, что она является закрытой и требует особых разрешений для доступа. При этом технология не опирается на доказательство проделанной работы как алгоритм консенсуса<sup>2</sup>.

Участники сети *Hyperledger Fabric* взаимодействуют через систему *membership services providers (MSP)*. *Hyperledger Fabric* также имеет несколько подключаемых опций. Данные могут храниться в разных форматах, механизмы консенсуса могут подключаться и отключаться. *Hyperledger Fabric* также позволяет создавать каналы взаимодействия конкретных участников системы, формирующих отдельную РБД транзакций между ними. То есть если канал взаимодействия установлен между двумя участниками, то равноценные копии РБД этого канала есть только у двух указанных участников.

#### Привлечение инвестиций

Некоторые краудфандинговые платформы уже достаточно давно используют технологию блокчейн для учета собственников инновационных проектов. Комбинирование технологии блокчейн и концепции краудфандинговой платформы потенциально может снизить издержки, связанные с процессом андеррайтинга, уче-

<sup>1</sup> URL: <https://www.reuters.com/article/china-centralbank-idUSL4N1KR07R>.

<sup>2</sup> URL: <https://hyperledger-fabric.readthedocs.io/en/latest/blockchain.html> 1 «what-is-hyperledger-fabric».

#### 4. Возможности применения новых финансовых технологий в корпоративной сфере

том прав собственности и корпоративными действиями. На этой основе все большее распространение получает *Initial Coin Offering (ICO)* — первичная продажа компанией-стартапом токенов для привлечения инвестиций, как альтернатива *Initial Public Offering (IPO)* — публичному размещению ценных бумаг. Токены привязываются к качественным показателям деятельности стартапа. После размещения их можно использовать на платформе РБД конкретного проекта в качестве его внутренней валюты или торговать ими на специальных торговых площадках — криптобиржах. Схема работы *ICO* похожа на краудфандинговые платформы вроде *Kickstarter*<sup>1</sup>. Инвесторы, привлекаемые в проект, финансируемый по схеме *ICO*, посредством соответствующей платформы приобретают дигитализированный актив, оцениваемый при размещении и обращении в криптовалюте. Таким образом, сокращаются непроизводительные издержки на посредников в системе классического рынка ценных бумаг — биржу, центральный депозитарий, инвестиционный банк. Это снижает барьеры для входа на рынок эмитентов новых финансовых инструментов.

Поэтому этот инструментарий все чаще применяется (в том числе в России) для привлечения средств и в офлайн-компании (такие как ферма «Колионово» в Московской области, сеть коворкингов *Primalbase*, девелоперский маркетплейс *Proopy*, кооператив *LavkaLavka* и др.). При этом в них обеспечивается понятная инвестору связь между его вложениями и доходом на инвестиции<sup>2</sup>.

Таким образом, среди многих возможных применений *ICO*-подхода к привлечению инвестиций все более актуальным становится долгосрочное финансирование проектов не только инновационных, но и вполне обычных по производимой продукции компаний, в том числе компаний из различного рода санкционных списков. Ключевую роль в этом процессе имеет тщательно продуманный и корректно сформулированный *умный контракт*.

Уже сегодня инструментарий *ICO*-подхода к привлечению инвестиций позволяет выпустить токены под запуск производства той или иной продукции, согласовать структуру гарантий сделки и организовать трансфер денежных средств посредством криптовалют (*Ethereum*, *Dash*, *Zcash* и др.). Возможен и выкуп всего объ-

<sup>1</sup> URL: [www.kickstarter.com](http://www.kickstarter.com).

<sup>2</sup> См.: Легкодимов Н. Криптовалюты создают новые способы привлечения капитала // Ведомости. 2017. 20 июля.

#### 4.3. Направления применения технологий РБД

ема выпущенных токенов проекта с дисконтом, гарантирующим доходность на горизонте срока сделки. При этом конвертацию в традиционную валюту на стороне «заемщика» можно осуществить в юрисдикциях, позволяющих компаниям законно владеть и оперировать криптовалютой<sup>1</sup>.

Ограничивают же пока применение *ICO* для привлечения инвестиций низкая ликвидность и высокая волатильность рынков большинства специализированных криптовалют<sup>2</sup>, сравнительно малый объем таких рынков<sup>3</sup>, а также риски работы с криптовалютными биржами<sup>4</sup>, находящимися в иностранных юрисдикциях.

Очевидно, что рано или поздно и регуляторы рынков капитала должны были обратить внимание на подобные схемы финансирования.

В конце июля 2017 г. Комиссия по биржам и ценным бумагам США (*SEC*) приравняла первичное размещение токенов (*ICO*) к аналогичному размещению традиционных ценных бумаг, в том случае если токены будут признаны комиссией обладающими признаками эмиссионной бумаги. Отныне компании, выпускающие такие токены на платформах, использующих технологию блокчейн, должны будут регистрировать их выпуск по правилам ценных бумаг<sup>5</sup>.

Вслед за *SEC* до конца лета 2017 г. с такого рода заявлениям выступили регуляторы рынка ценных бумаг Сингапура и Канады. В них, однако, не содержится прямых запретов, а скорее призывы к осмотрительности при организации *ICO*. Например, до-

<sup>1</sup> См.: Легкодимов Н. Указ. соч.

<sup>2</sup> Например, по данным на конец мая 2017 г., волатильность биткойна, самой устойчивой из криптовалют, в 4,25 раза больше, чем у американского фондового рынка. URL: <https://ru.insider.pro/investment/2017-05-26/vsyo-chto-nuzhno-znat-o-volatilnosti-bitkoina/>.

<sup>3</sup> Однако капитализация всех криптовалют на 24 августа 2017 г. превысила уже 150 млрд долл. URL: [https://www.mt5.com/ru/prime\\_news/30283-kapitalizatsiya-vseh-kriptovalyut-perevalila-za-150-mlrd-dollarov](https://www.mt5.com/ru/prime_news/30283-kapitalizatsiya-vseh-kriptovalyut-perevalila-za-150-mlrd-dollarov).

<sup>4</sup> См.: Петухова Л. Стартап из России сообщил о заморозке средств на бирже Poloniex // РБК. 2017. 21 авг. URL: <http://www.rbc.ru/money/21/08/2017/599b082e9a7947ac7e8f79e6?from=newsfeed>; URL: <http://www.rbc.ru/money/21/08/2017/599b082e9a7947ac7e8f79e6?from=newsfeed>.

<sup>5</sup> См.: Райбман Н., Смирнова Н. В США размещения токенов приравняли к традиционным IPO // Ведомости. 2017. 26 июля. [Электронный ресурс] URL: <https://www.vedomosti.ru/finance/articles/2017/07/26/726025-tokenov-ipo>.

#### 4. Возможности применения новых финансовых технологий в корпоративной сфере

кумент канадского регулятора рынка ценных бумаг (*CSA*) содержит руководство для компаний, рассматривающих возможность создания инвестиционных криптовалютных фондов в Канаде<sup>1</sup>. В его рамках фирмам, заинтересованным в запуске *ICO*, рекомендуется стать участником регулятивной «песочницы», в которой новые финансовые продукты могут тестироваться в ограниченном режиме<sup>2</sup>.

Наиболее радикально по этому вопросу 4 сентября 2017 г. высказался Народный банк Китая, временно запретивший проведение *ICO* в своей юрисдикции<sup>3</sup>. Финансовый регулятор подготовил список из 60 компаний, занимающихся операциями в области *ICO*, которые подвергнутся тщательной проверке, а до ее окончания все *ICO* в стране будут временно заморожены.

Однако эксперты отмечают, что это скорее попытка срочного реагирования на возникающие риски для населения широко привлекаемого в КНР к участию во множестве *ICO*, чем окончательный стратегический выбор<sup>4</sup>. Позитивная сторона данного решения заключается в том, что китайский регулятор четко разделил свою политику в отношении размещаемых токенов и криптовалют. И если размещение токенов временно запрещено, то криптовалюты в КНР — это регулируемый и торгуемый на организованных рынках товар. Поскольку последние не могут существовать без токенов и процедуры *ICO*, данная коллизия должна быть урегулирована Китаем в скором времени.

Так или иначе, правовое поле данного вида новейших хозяйственных отношений зависит от того, к какому консенсусу в этом вопросе в ближайшее время придут ведущие мировые законодатели и регуляторы финансовых рынков.

<sup>1</sup> URL: [http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category4/csa\\_20170824\\_cryptocurrency-offerings.pdf](http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category4/csa_20170824_cryptocurrency-offerings.pdf).

<sup>2</sup> URL: [http://forklog.com/finansovyy-regulyator-kanady-priravnayal-kriptovalyutnye-tokeny-k-tsennymi-bumagam/?utm\\_content=buffer96e3c&utm\\_medium=social&utm\\_source=facebook.com&utm\\_campaign=buffer](http://forklog.com/finansovyy-regulyator-kanady-priravnayal-kriptovalyutnye-tokeny-k-tsennymi-bumagam/?utm_content=buffer96e3c&utm_medium=social&utm_source=facebook.com&utm_campaign=buffer).

<sup>3</sup> <http://www.pbc.cn/english/130437/index.html>.

<sup>4</sup> URL: <https://forklog.com/pervyj-opyt-zapreta-ico-v-kitae-prichiny-yuridicheskie-osobennosti-riski-i-posledstviya/>.

#### 4.3. Направления применения технологий РБД

##### Совершенствование посттрейдинговых операций с ценными бумагами

В рамках этого направления применения технологий РБД на стыке *Fintech* и *CorpTech* интересно посмотреть на планы совершенствования посттрейдинговых операций с ценными бумагами, фиксирующими изменения в структуре корпоративной собственности.

Проведенное еще в 2016 г. под эгидой Всемирной ассоциации бирж *WFE* исследование показало, что биржи и посттрейдинговые инфраструктуры изучают множество возможных вариантов использования РБД<sup>1</sup>. К их числу относятся: клиринг и расчеты (та область, на которую, по мнению респондентов, технологии РБД окажут наибольшее влияние); мэтчинг и подтверждение результатов торгов (не в традиционных секторах, а для торгов активами сравнительно меньшего объема; например, активы с фиксированным доходом, внебиржевые деривативы, рынок репо и частный рынок ценных бумаг); регистрация участников торгов; отчетность регулятору; базы данных по идентификации клиентов/противодействию отмыванию доходов, а также регистрация активов (например, недвижимости) и т.п.

Как бы в подтверждение этих намерений, еще в январе 2016 г. австралийская фондовая биржа (*ASX*) и использующий технологию РБД стартап *Digital Asset Holdings* объявили о проекте по улучшению клиринговых и расчетных процессов по обыкновенным акциям (*Clearing House Electronic Subregister System (CHESS)*)<sup>2</sup>. Целью проекта является упрощение и ускорение посттрейдингового процесса (а проще говоря, замена системы расчетов на австралийской фондовой бирже — *CHESS Replacement*), которые на здешнем фондовом рынке осуществляются в течение двух дней. *ASX* также объявила о взаимодействии с мировой системой передачи электронных финансовых сообщений *SWIFT* в части определения функциональности, приведения в соответствие технических требований и бизнес-процессов, использующих

<sup>1</sup> Financial Market Infrastructures and Distributed Ledger Technology. WFE, 2016. URL: [www.world-exchanges.org/home/index.php/files/18/Studies%20-%20Reports/349/WFE%20IOSCO%20AMCC%20DLT%20report.pdf](http://www.world-exchanges.org/home/index.php/files/18/Studies%20-%20Reports/349/WFE%20IOSCO%20AMCC%20DLT%20report.pdf).

<sup>2</sup> URL: <http://www.asx.com.au/documents/about/ASX-Selects-Digital-Asset-to-Develop-Distributed-Ledger-Technology-Solutions.pdf>; <http://www.asx.com.au/documents/public-consultations/ASX-Consultation-Paper-CHESS-Replacement-19-September-2016.pdf>. URL: <https://digitalasset.com/press/asx-selects-digital-asset.html>.

#### 4. Возможности применения новых финансовых технологий в корпоративной сфере

ся в *CHESS* сообщений к эквиваленту сообщений стандарта *ISO 20022* на предварительной стадии проекта<sup>1</sup>. План работы биржи на 2017 г.<sup>2</sup> уже предусматривает определение высокоуровневых требований к работе новой системы посттрейдинговых расчетов. Для этого созданы рабочие группы по следующим направлениям:

- структура счетов и формы для участников торгов;
- корпоративные действия;
- переход прав собственности, конвертация ценных бумаг и распространение информации;
- улучшение системы расчетов;
- накопление данных, отчетность и пересылка данных;
- нефункциональные требования к системе.

Данный проект опирается на использование технологии РБД в процессах клиринга, расчетов и обслуживания активов. Благодаря стандартизации данных и автоматизации процессов будет обеспечено снижение операционных рисков. Затраты на комплаенс и на аудит, благодаря неизменности и прозрачности характеристик блокчейн, таким образом, также уменьшаются в разы.

На другой стороне земного шара британский банк *Barclays* совместно с американской компанией *Wave* в это время уже создали систему, основанную на технологии блокчейн, позволяющую осуществлять сделки с финансовыми инструментами. Так, по сообщению *Barclays*, аккредитив, созданный с помощью технологии блокчейн, позволил закрыть сделку между компаниями *Ornua* и *Seychelles Trading Company*, что, по сообщению банка, является первым примером использования технологии блокчейн в реальной торговой операции<sup>3</sup>. В свою очередь, американский банк *JP Morgan Chase* разрабатывает собственную технологию — *Quorum*<sup>4</sup>. В отличие от блокчейна *Bitcoin*, РБД которого допускает участие в ней любого лица, доступ к *Quorum* необходимо получить у доверенной стороны.

<sup>1</sup> URL: <https://www.swift.com/insights/press-releases/swift-examines-application-of-financial-business-standards-to-distributed-ledger-technology-and-smart-contracts>.

<sup>2</sup> [http://www.asx.com.au/documents/settlement/ASX\\_CHESS\\_Replacement\\_Project\\_Webinar\\_30March2017.pdf](http://www.asx.com.au/documents/settlement/ASX_CHESS_Replacement_Project_Webinar_30March2017.pdf).

<sup>3</sup> URL: <https://www.home.barclays/news/2016/11/how-blockchain-is-transforming-trade-finance.html>.

<sup>4</sup> URL: <https://www.jpmorgan.com/country/US/EN/Quorum>.

#### 4.4. Дигитализация учетной системы российского рынка ценных бумаг

Возможность использования технологии блокчейн для передачи финансовых сообщений начал изучать и *SWIFT*<sup>1</sup>, отмечая, что технологии РБД хотя и не являются достаточно зрелыми для трансграничных платежей, но с учетом особенностей *SWIFT* могут быть использованы для сверки состояния счетов его участников.

\* \* \*

Представители не только *IOSCO*, *WFE*, но и наиболее продвинутых регуляторов национальных рынков капитала (Австралии, США, Канады и др.) склонны рассматривать сферу корпоративных отношений как естественную сферу постепенного внедрения технологий РБД под их доброжелательным присмотром в целях обеспечения прав инвесторов и реализации Принципов КУ.

Следует отметить, что «токенизация» бизнеса, заложенная в самой сути технологий РБД, фундаментально снижает и без того мнимую эффективность традиционных методов регулирования, основанных на запретах и попытках тотального контроля за субъектами экономической жизни. Они концептуально и необратимо устаревают в результате появления цифровых технологий, предполагающих децентрализацию любых транзакций с любыми активами.

#### 4.4. Дигитализация учетной системы российского рынка ценных бумаг и поддерживаемых ею бизнес-процессов

Технологии РБД, требующие особых разрешений для доступа к ним, являются более простыми для внедрения, так как указанные базы данных распределяются между известными, идентифицированными и доверенными сторонами.

Финансовые институты склонны рассматривать подобные технологии как более предпочтительные для регулируемого рынка ценных бумаг<sup>2</sup>.

Так как используемые в РБД «умные контракты» представляют собой программное обеспечение, осуществляющее какое-ли-

<sup>1</sup> URL: <https://www.swift.com/news-events/press-releases/swift-explores-blockchain-as-part-of-its-global-payments-innovation-initiative>.

<sup>2</sup> Доклад *IOSCO* по исследованию финансовых технологий. Технологии распределенных баз данных. Гл. 5. Пер. с англ. ООО «ИНФИ ПАРТАД», апрель 2017. С. 18.

бо действие автоматически при наступлении заранее заданных условий, то оно, например, может автоматически вносить запись о переходе права собственности на актив после получения необходимых подтверждений оплаты и наличия актива.

Применение новых информационных технологий в финансовой системе постепенно становится одним из основных трендов развития и российского рынка ценных бумаг. Так или иначе, но все идет к тому, что и здесь в среднесрочной перспективе продаваться будет главным образом то, что оцифровывается и в конечном счете становится предметом реализации посредством приложения на смартфоне.

Новые технологии, такие как РБД/блокчейн, уже характеризуются продвинутой частью финансового рынка как существенно более эффективные, и при этом являются более надежными с точки зрения защиты информации и устойчивости к взлому.

Применительно к учетной системе в целом, технологии РБД являются способом ее реорганизации таким образом, чтобы сделать ее участников и пользователей технологически совместимыми для проведения транзакций, стандартизированных умными контрактами. Технологии РБД должны позволить преобразовать учетную систему в эффективную матрицу, в которой регистраторы будут выполнять функции нодов по поддержанию, развитию, администрированию и обеспечению безопасности РБД в соответствии с запросами эмитентов и других участников рынка и получать за это плату, пропорциональную вкладу в ее работу<sup>1</sup>. При этом у любого эмитента будет возможность стать полноценным пользователем сервисов распределенной информационной системы, приобретая у выбранного им узла за соответствующее вознаграждение необходимый ему функционал, в том числе в отношении корпоративных действий.

Внедрение новой технологии должно сопровождаться изменениями в регулировании по следующим направлениям: регулирование маркетплейсов (прототипом маркетплейса в учетной системе можно считать трансфер-агентскую систему СТАР, созданную регистраторами — членами ПАРТАД<sup>2</sup>); содействие применению технологий РБД (блокчейн); нормативная поддержка удаленной идентификации клиентов.

<sup>1</sup> См.: Соловьев Д. Цифровизация инфраструктуры рынка ценных бумаг // РЦБ. 2017. № 4. С. 21.

<sup>2</sup> URL: <http://star.partad.ru>.

Вышеуказанные направления соответствуют задачам, которые предстоит решить в рамках разработки концепции использования технологий РБД для развития учетной системы, ее опытного внедрения под присмотром регулятора в соответствующей *sandbox*.

Это соответствует изложенным в докладе Центра стратегических разработок (ЦСР) «концептуальным предложениям по развитию сектора услуг регистраторов и депозитариев»<sup>1</sup>, согласно которым стратегическим направлением развития учетной системы в долгосрочной перспективе представляется переход на технологии РБД. Такой подход полностью соответствует и представлению о перспективах использования новых информационных технологий, описанному и в докладе *IOSCO*<sup>2</sup> по данной тематике.

#### Применение технологий РБД для целей идентификации клиентов учетных институтов

На наш взгляд, одной из основных проблем, стоящих на пути развития этих процессов в учетной инфраструктуре, является необходимость соблюдения профессиональными участниками рынка ценных бумаг архаичных требований по идентификации клиентов, установленных п. 1 ст. 7 Федерального закона от 7 августа 2001 г. № 115-ФЗ (ред. от 28 декабря 2016 г.) «О противодействии легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма» (далее — Федеральный закон № 115-ФЗ). В частности, требования Федерального закона № 115-ФЗ предусматривают личное присутствие при проведении процедур идентификации клиентов, при этом идентификация клиентов проводится профессиональными участниками рынка ценных бумаг самостоятельно либо с привлечением кредитной организации.

Состояние учетной инфраструктуры рынка ценных бумаг в Российской Федерации на текущем этапе ее развития характеризуется высокой степенью централизации в части депозитарных услуг и существенным дисбалансом между доходами и расхода-

<sup>1</sup> Данилов Ю. А., Абрамов А. Е., Буклемешев О. В. Реформа финансовых рынков и небанковского финансового сектора. Доклад Центра стратегических разработок. 2017. С. 92–92. [Электронный ресурс] URL: <http://csr.ru/news/perspektivy-razvitiya-finansovogo-sektora-rossii/>.

<sup>2</sup> Доклад IOSCO по исследованию финансовых технологий. Технологии распределенных баз данных. Гл. 5. Пер. с англ. ООО «ИНФИ ПАРТАД», апрель 2017. С. 2.



#### 4. Возможности применения новых финансовых технологий в корпоративной сфере

Если развивать информационную инфраструктуру рассматриваемого на рисунке бизнес-процесса по традиционному сценарию, с выстраиванием иерархических уровней, то, казалось бы, логично осуществлять поддержку электронных профилей на единой IT-платформе, к сервисам которой учетные институты обращаются по мере необходимости проведения процедуры удаленной идентификации клиента. Однако если эта платформа будет поддерживаться не принадлежащей сообществу инфраструктурных организаций структурой, то в дальнейшем неизбежны проблемы со стоимостью и качеством ее услуг, вытекающие из ее монопольного положения в аутсорсинге процесса идентификации, аналогичные тем, которые профессиональное сообщество уже ряд лет отмечает в деятельности отечественного центрального депозитария. Кроме того, потребуются затраты на резервное копирование этих данных, поддержание непрерывности работы централизованной структуры, покрываемые за счет пользователей ее услуг и т.п.<sup>1</sup>

В связи с этим более перспективным представляется создание РБД, в которой каждый учетный институт будет равноправным с остальными институтами нодом. Однако для использования технологий РБД в сфере учета прав собственности соответствующие активы должны быть «токенизированы», т.е. представлены в цифровой форме. В качестве таких активов обычно предстают деньги, товары, ценные бумаги и т.д. (см. п. 4.1). В то же время, если рассматривать идентификационные данные клиентов как нематериальный актив, существующий в виде информационного ресурса, которым обладают все учетные институты, то в отношении него тоже применима токенизация.

В этом случае вместо централизованного ведения электронных профилей клиентов учетных институтов (зарегистрированных лиц) возможно организовать распределенное хранение этих же данных в РБД в форме токенов. Информация о содержании токенов будет доступна всем участникам РБД, имеющим авторизованный доверенной стороной доступ к системе. Функцию доверенной стороны могла бы в этом случае выполнять саморегулируемая организация учетных институтов, например ПАРТАД. Она будет осуществлять авторизацию каждого нового участника РБД

<sup>1</sup> Лансков П., Гусов О. Перспективы аутсорсинга бизнес-процессов в условиях развития новых информационных технологий и управления рисками в учетной инфраструктуре. С. 21.

#### 4.4. Дигитализация учетной системы российского рынка ценных бумаг

в соответствии с установленными критериями и определять *ноды*, участвующие в процессе верификации, и следить за соблюдением, установленной процедуры подключения к системе.

Подобное применение технологий РБД в учетной системе позволит создать предпосылки для раскрытия в будущем корпоративной информации владельцам электронных профилей напрямую от эмитентов и (или) их регистраторов без использования иерархических или «каскадных» схем, обеспечивая тем самым надежную реализацию Принципов КУ, включая удаленное участие владельцев профилей в корпоративных действиях.

##### Применение технологий РБД для целей учета закладных

По итогам нескольких обсуждений с участниками Комитета ПАРТАД по финансовым технологиям процесс учета закладных и их использования в целях ипотечного покрытия для выпуска ипотечных ценных бумаг, схематически представленный на рис. 4.3, может быть описан нами более подробно, чем идентификация клиентов регистраторов, следующим образом.

1. Заемщик и Кредитор оформляют (составляют) в электронном виде Закладную и подписывают ее электронными подписями (ЭП) всех Должников и Залогодателей (если они не являются Должниками). Закладная отражает все условия кредитного договора и договора об ипотеке. Иных доказательств возникновения обязательства и залога не требуется. Вся информация (включая данные Депозитария Закладной) содержится в соответствующем блоке информации РБД — электронном профиле данной закладной, т.е. в ее закрытом блокчейне.

2. Дигитализированная закладная попадает на регистрацию в Росреестр, который осуществляет все необходимые мероприятия, в том числе присваивает регистрационный номер ипотеке. С этого момента возникают обязательства по ипотеке и закладная признается токенизированной остальными участниками информационной системы.

3. Доступ к электронному профилю закладной и соответствующему ему *токену* имеют указанные в электронном профиле Должники, Залогодатели, Кредитор, Росреестр, Депозитарий и Регулирующий нод. Фактически это *ноды* сети, поддерживающей РБД. Полноправными нодами, имеющими право на согласованное внесение изменений в РБД, состоящую из блоков инфор-



#### 4. Возможности применения новых финансовых технологий в корпоративной сфере

Если попытаться описать этот содержательный процесс с точки зрения осуществления транзакций в платформе, поддерживающей блокчейн закладных, то он мог бы выглядеть следующим образом.

В рассматриваемой распределенной сети *нодов*, поддерживающих соответствующий блокчейн, каждое изменение информации электронного профиля закладной рассматривается как транзакция, оплачиваемая *расчетными монетами* информационной системы, привязанными к *фиатной валюте* (рублю).

Оплата транзакций по заранее согласованным тарифам осуществляется инициаторами транзакций и поступает в *кошелек* электронного профиля закладной, из которого, в свою очередь, осуществляется оплата услуг Росреестра, СД, Регулирующего нода, а также провайдера информационной системы, поддерживающей блокчейн. Кошелек электронного профиля закладной выполняет в этой схеме функцию центра расчетов конкретного блокчейна РБД, функционирующего в соответствии с умными контрактами.

Процесс осуществления транзакций и их оплаты регламентируется *умными контрактами*. Например, в случае дефицита средств в кошельке электронного профиля закладной для оплаты транзакций с ее *токеном* он пополняется путем списания средств с кошельков участников информационной системы (РБД) согласно умному контракту. В свою очередь, остающиеся в кошельке электронного профиля после погашения токена-закладной средства распределяются между участниками информационной системы согласно умному контракту.

Запрос информации в форме доступа к информации электронного профиля закладной или соответствующего ему токена также рассматривается как транзакция, оплачиваемая по установленному в информационной системе тарифу.

Перечень нодов, имеющих право согласованно совершать определенные транзакции в соответствии с заранее определенным *алгоритмом консенсуса* и согласно умным контрактам, в каждый момент времени контролируется Регулирующим нодом.

\* \* \*

Так как все блоки данных в блокчейне взаимосвязаны, хранятся в зашифрованном виде у всех участников РБД и автомати-

#### 4.4. Дигитализация учетной системы российского рынка ценных бумаг

чески обновляются при каждом внесенном изменении, то согласно концепции предлагаемых пилотных внедрений в учетной системе российского рынка ценных бумаг ноды (узлы) РБД могут выступать в качестве коллективного исполнителя бизнес-процессов (например, идентификации клиентов или учета закладных), которые подтверждают достоверность содержащейся в соответствующих электронных профилях РБД информации (об идентификационных данных клиентов учетных институтов или параметров закладных) и обеспечивают ее защиту от манипуляций и искажений.

Применение технологий РБД позволит учетным институтам прийти к соглашению о порядке транзакций с соответствующими активами без привлечения услуг избыточных посредников (что обеспечивается умными контрактами, основанными на консенсусе), создаст децентрализованные формы управления распределенной системой (обеспечит саморегулирование процесса функционирования РБД) и тем самым удешевит транзакции в учетной системе.

Кроме того, блокчейн в рассматриваемой сфере нивелирует влияние факторов, которые стимулируют мошеннические действия по использованию чужих идентификационных данных или недостоверной информации в корыстных целях третьими лицами. Таким образом, алгоритм работы блокчейна, обеспечивая безошибочную и устойчивую работу узлов РБД, сформирует новый уровень защиты прав инвесторов.

## Заклучение. Основные выводы

1. Международнопризнанные Принципы КУ предполагают раскрытие информации и как фактор исполнения всех принципов, и как основное содержание одного из них. С учетом масштабов рынка капитала, количества его участников и инвесторов, а также глобального его характера реализовать эти принципы без применения современных информационных технологий просто невозможно. В условиях бездокументарного характера не только оборота, но и самих современных финансовых инструментов содержание предоставляемых ими имущественных и немущественных прав определяется только информацией о них и их владельцах и качеством ее раскрытия в одних предусмотренных законодательством случаях и обеспечения конфиденциальности и защиты информации — в других.

2. Анализ существующей международной практики на крупных развитых и развивающихся рынках капитала показывает, что структура акционерной собственности эмитентов публичных акционерных обществ в ряде важных юрисдикций признается публичной информацией и раскрывается центральным депозитарием/центральным регистратором (Гонконг, Великобритания, Индия, КНР) по запросу заинтересованных лиц.

3. Информация о корпоративных действиях в таких странах, как Германия, Испания, Италия, доводится до акционеров (не находящихся на обслуживании у номинальных держателей) путем публикации в печатных СМИ и на сайтах эмитентов. В большинстве случаев бенефициарный владелец или зарегистрированное лицо должен/должно тем или иным способом донести до эмитента информацию о своем желании получать от него информацию о корпоративных действиях (напрямую или по «каскадной» схеме раскрытия) и предоставить возможности для такой коммуникации (почтовый или электронный адрес). Наилучшие показатели в организации взаимодействия эмитента с акционерами с этой точки зрения достигнуты в Великобритании и Гонконге.

4. В то время как держатели ценных бумаг, зарегистрированные в реестре, могут достаточно легко реализовать свое право

на участие в ОСА, инвесторы, владеющие своими бумагами через посредников (номинальных держателей), часто сталкиваются при голосовании с целым рядом проблем, например, недостатком времени для изучения повестки дня и передачи своего решения по ее вопросам. Имеет место и неуверенность в том, что поданный таким образом голос будет учтен при подведении итогов голосования.

5. Централизация информационных потоков о корпоративных событиях и действиях и их последующая ретрансляция по «каскадной схеме» депозитариям нижестоящих уровней и их клиентам не создает достаточных условий для участия клиентов в корпоративной жизни даже на развитых рынках и чревата осложнениями вследствие неизбежных ошибок, допускаемых при передаче любой информации через цепочку посредников с центральным депозитарием во главе.

6. Реализация концепции деления акционерных обществ (корпораций) на публичные и непубличные с соответствующими различиями в объеме и порядке раскрываемой ими информации в Российской Федерации соответствует международной практике регулирования корпоративной сферы.

Однако поправки в Федеральный закон «Об акционерных обществах», внесенные федеральными законами от 3 июля 2016 г. № 343-ФЗ и от 29 июля 2017 г. № 233-ФЗ (см. разд. 1), расцениваются авторами как контрреформаторские и противоречащие Принципам КУ. К сожалению, их принятие под давлением корпораций с государственным участием с точки зрения обеспечения прав миноритарных акционеров свидетельствует о движении по известному принципу — «шаг вперед, два шага назад». Ограничение прав миноритарных акционеров на получение информации об обществе и резкое сужение объемов раскрытия информации (а в некоторых случаях — полное прекращение раскрытия информации) вряд ли можно отнести в актив изменений корпоративного законодательства РФ.

7. Изменения в законодательстве РФ, которые происходили в 2011—2012 гг. и расширили требования к раскрытию информации эмитентами в форме сообщений о существенных фактах, были направлены на повышение прозрачности российского рынка ценных бумаг. Переход на использование принципов существенности при раскрытии информации, который планируется в 2018—2020 гг., соответствует Принципам КУ, однако должен, по нашему

мнению, происходить плавно, поскольку сложившаяся в России «традиция раскрытия» тяготеет к использованию более формальных и четких критериев.

**8.** Сокращение круга компаний, обязанных раскрывать информацию, привело к резкому падению прозрачности российских компаний и усложнило процедуры проверки контрагентов по принципу «знай своего клиента» с точки зрения должной осмотрительности.

**9.** Для многих непубличных (как де-юре, так и де-факто) компаний процедуры обязательного раскрытия информации в форме ежеквартальных отчетов и существенных фактов остаются весьма обременительными, требующими дополнительных затрат ресурсов и создающими риски привлечения к административной ответственности по формальному поводу, что фактически стимулирует их к вытеснению миноритарных акционеров и последующему изменению своей организационно-правовой формы с АО на ООО.

**10.** Реализованное в ходе корпоративной реформы в Российской Федерации нормативно-правовое и технологическое обеспечение голосования владельцев ценных бумаг в электронном виде с использованием услуг депозитария (*e-proxy voting*), голосования в электронном виде в Интернете (*e-voting*), а также проведения корпоративных действий через институты учетной системы с использованием стандартизированных электронных сообщений по «каскадной» схеме готовит почву для следующего шага в применении новых информационных технологий в корпоративной сфере.

**11.** Системы предоставления и раскрытия информации от регулируемых участников развитых рынков значительно отличаются друг от друга. Функции операторов подобных систем выполняются разными по своей природе институтами. Отличается и объем доступной информации, а также временной период, за который она доступна. Существенное разнообразие наблюдается в форматах данных, которые используются при сборе и раскрытии информации рассматриваемых баз данных. Общим является построение баз данных корпоративной и иной финансовой информации как централизованных, иерархически выстроенных систем, которые, скорей всего, исчерпывают потенциал развития.

**12.** Процесс стандартизации информации рынков капитала, формируемой, передаваемой и раскрываемой в электронной

форме с середины 90-х гг. прошлого века, так и не завершено. Это справедливо как для форматов электронных документов, направляемых участниками рынка и содержащим данные, подлежащие раскрытию владельцам ценных бумаг и регуляторам, так и для содержания информации, которая должна быть публичной.

**13.** В качестве распространенных способов взаимодействия участников рынка капитала с системами раскрытия корпоративной информации и сбора регулятивной информации применяется взаимодействие с веб-сайтом централизованной базы данных, использование устанавливаемого у участника рынка программного обеспечения для формирования и отправки отчетности или институт посредников по взаимодействию участников рынка капитала, в первую очередь, эмитентов ценных бумаг с системами сбора информации. При этом пользование электронными системами раскрытия информации на развитых финансовых рынках обычно является платным для их клиентов. Все рассмотренные выше системы представляются далекими от совершенства и требующими фундаментальных изменений технологий их создания и функционирования.

**14.** Реформа корпоративных действий на финансовом рынке РФ позволила существенно модернизировать алгоритм осуществления корпоративных действий в отношении ПАО. Помимо большего удобства сервисов для удаленного участия в собраниях акционеров, к ним относится и снижение издержек на участие в корпоративных действиях, а также стандартизация осуществления типовых корпоративных действий за счет внедрения международных стандартов электронных сообщений.

Корпоративная реформа повысила для инвестора (в первую очередь иностранного) качество инфраструктурного обслуживания и ценность прав по ценным бумагам вне зависимости от его местонахождения относительно эмитентов.

**15.** Нормативно-правовое и технологическое обеспечение голосования владельцев ценных бумаг в электронном виде с использованием услуг центрального депозитария, голосования в электронном виде в Интернете, а также проведения корпоративных действий по «каскадной» схеме и создание ЦКИ фактически являются внедрением технологий, достаточно давно (по современным меркам) применяемых на развитых рынках капитала, и должны рассматриваться не столько как инновационный про-

рыв, сколько как попытки догоняющего развития в рассматриваемой сфере.

**16.** В перспективе сервисы регистраторов способны устранить цепочку посредников связанных с этим дополнительных затрат, существенно сократив при этом круг лиц, информируемых о содержании голосования на ОСА конкретных акционеров.

**17.** Несмотря на то что сфера корпоративных действий и раскрытия информации на протяжении двух десятилетий развивается во всем мире на основе информационных технологий электронного документооборота, известных с 90-х гг. прошлого века, остающиеся проблемы (качество информации, медленное внедрение форматов электронных сообщений о корпоративных действиях и отсутствие единообразия в применении соответствующих международных стандартов) трудноразрешимы в их рамках.

Судя по всему, эти технологии, ориентированные на использование централизованных баз корпоративных данных, достигли предела своей эффективности и уже не способны дать ожидаемой отдачи на дополнительные вложения (без драматического роста тарифов на их услуги).

**18.** Технологии РБД предоставляют системно взаимосвязанный и проверенный во множестве опытных внедрений инструментарий (алгоритм консенсуса, умные контракты, токены, блокчейн и др.), дающий возможность их применения в различных сегментах рынка капитала в целях обеспечения прямой взаимосвязи между активами разного рода и их владельцами, с возможностью совершения ими транзакций на неизменяемых без согласия всех заинтересованных в ней сторон условиях.

В течение последних нескольких лет технологии РБД проходят интенсивную апробацию на различных рынках, в процессе которой их базовый инструментарий развивается и диверсифицируется. Создание блокчейн-платформы *Ethereum* дало взрывной эффект массивного запуска основанной на ее использовании реализаций технологий РБД.

**19.** Преимущества и возможности технологий РБД постепенно проявляются по мере реализации использующих их проектов в различных сферах экономической жизни. Одновременно с этим накапливается история реализации рисков, позволяющая выработать меры управления ими. Поддержка этих процессов регуляторами рынка капитала могла бы осуществляться (в интересах защиты прав инвесторов) путем применения режима регулятив-

ных «песочниц» для отработки новых технологий при их пилотных внедрениях.

В этом случае скорость адаптации участников рынка капитала к новым технологическим условиям может быть существенно повышена, что в сочетании с повышением уровня доверия между взаимодействующими на рынке сторонами должно в перспективе привести к существенному сокращению как транзакционных, так и регулятивных издержек.

**20.** Если суммировать все достоинства и риски применения технологий РБД, то можно сказать, что они делают возможным «доверие в условиях отсутствия доверия». В то время как в традиционной системе отношений на финансовом рынке доверие обычно достигается путем формирования сложных бизнес-процессов, стимулирующих их участников действовать добросовестно и осмотрительно, то в системе, основанной на РБД, это технически гарантируется умными контрактами и другими ее инструментами. Решения, основанные на технологиях РБД, устраняют необходимость многочисленных сверок данных между посредниками, снижают операционные риски и сокращают расходы.

**21.** Представители не только *IOSCO*, *WFE*, но и наиболее продвинутых регуляторов национальных рынков капитала (Австралии, США, Канады и др.) склонны рассматривать сферу корпоративных отношений как естественную сферу постепенного внедрения технологий РБД под их доброжелательным присмотром в целях обеспечения прав инвесторов и реализации Принципов КУ.

Следует отметить, что «токенизация» бизнеса, заложенная в самой сути технологий РБД, фундаментально снижает и без того мнимую эффективность традиционных методов регулирования, основанных на запретах и попытках тотального контроля за субъектами экономической жизни. Они концептуально и необратимо устаревают в результате появления цифровых технологий, предполагающих децентрализацию любых транзакций с любыми активами.

**22.** Так как все блоки данных в блокчейне взаимосвязаны, хранятся в зашифрованном виде у всех участников РБД и автоматически обновляются при каждом внесенном изменении, то согласно концепции предлагаемых пилотных внедрений в учетной системе российского рынка ценных бумаг ноды (узлы) РБД могут выступать в качестве коллективного исполнителя бизнес-процес-

сов (например, идентификации клиентов или учета закладных), который подтверждает достоверность содержащейся в соответствующих электронных профилях РБД информации (об идентификационных данных клиентов учетных институтов или параметров закладных) и обеспечивает ее защиту от манипуляций и искажений.

23. Применение технологий РБД позволит учетным институтам прийти к соглашению о порядке транзакций с соответствующими активами без привлечения услуг избыточных посредников (что обеспечивается умными контрактами, основанными на консенсусе), создаст децентрализованные формы управления распределенной системой (обеспечит саморегулирование процесса функционирования РБД) и тем самым удешевит транзакции в учетной системе.

Кроме того, блокчейн в рассматриваемой сфере нивелирует влияние факторов, которые стимулируют мошеннические действия по использованию чужих идентификационных данных или недостоверной информации в корыстных целях третьими лицами. Таким образом, алгоритм работы блокчейна, обеспечивая безошибочную и устойчивую работу узлов РБД, сформирует новый уровень защиты прав инвесторов.

## Список использованных источников

1. ООО «ИНФИ ПАРТАД». Отчет по первому и второму этапу НИР «Объединенная система раскрытия информации на финансовых рынках ЕАЭС, в том числе унификация требований к ее форматам и каналам передачи». [Электронный ресурс] URL: <http://www.eurasiancommission.org/ru/act/finpol/dofp/finance/nir/reports/Pages/default.aspx>.
2. ООО «ИНФИ ПАРТАД». Отчет по первому, второму и 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/Documents/Forms/AllItems.aspx>.
3. G20/OECD Principles of Corporate Governance. [Электронный ресурс] URL: <http://www.oecd.org/daf/ca/Corporate-Governance-Principles-ENG.pdf>.
4. Данилов Ю. А., Абрамов А. Е., Буклемешев О. В. Реформа финансовых рынков и небанковского финансового сектора. Доклад Центра стратегических разработок. 2017. [Электронный ресурс] URL: <http://csr.ru/news/perspektivy-razvitiya-finansovogo-sektora-rossii/>.
5. URL: <http://partad.ru/UploadFiles/GetUploadedPdfFile?uploadFileId=585>.
6. Приказ ФСФР России от 15 марта 2012 г. № 12-13/пз-н «Об утверждении Дополнительных требований к порядку формирования комитета пользователей услуг центрального депозитария и Требованиям к Положению о комитете пользователей услуг центрального депозитария».
7. Лансков П. Тарифная политика в учетной инфраструктуре рынка ценных бумаг и проблема ее регулирования // РЦБ. 2017. № 2. URL: <http://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf>.
8. Сарычева М. Ускользающие миноритарии // Коммерсант. 2017. 19 апр. № 68. URL: <https://www.vedomosti.ru/business/articles/2014/08/01/forbes-proigral-sud-sechinu>.
9. URL: <https://rg.ru/2017/05/02/syn-vice-premera-dmitriia-rogozina-vozglavil-oao-il.html>.
10. URL: <https://rg.ru/2017/05/02/syn-vice-premera-dmitriia-rogozina-vozglavil-oao-il.html>.
11. «Внутренний контроль. Интегрированная модель. Концептуальные основы». COSO. Официальный перевод на русский язык. ПАРТАД и ИВА. Май 2013.

12. Лансков П., Зенькович Е. Интегрированная система внутреннего контроля и управления рисками и внутренний аудит в некредитных финансовых организациях // Деньги и кредит. 2017. № 2.
13. Principles for Ongoing Disclosure and Material Development Reporting by Listed Entities, OICU-IOSCO, October 2002. [Электронный ресурс] URL: [http://www.financialstabilityboard.org/2002/10/cos\\_021001/](http://www.financialstabilityboard.org/2002/10/cos_021001/).
14. Тамару Б. Прозрачность владения акциями и взаимодействие с акционерами // Депозитариум. 2014. № 5 (135).
15. Тамару Б. Прозрачность владения акциями и взаимодействие с акционерами // Депозитариум. 2015. № 1 (136).
16. Life cycle of a security. [Электронный ресурс] URL: <http://www.dtcc.com/~media/Files/Downloads/Settlement-Asset-Services/Underwriting/LCoaS.pdf>.
17. URL: <http://www.dtcc.com/asset-services/settlement.aspx>.
18. URL: <https://www.sec.gov/spotlight/proxymatters.shtml>.
19. URL: [https://www.sec.gov/spotlight/proxymatters/proxy\\_sample.htm](https://www.sec.gov/spotlight/proxymatters/proxy_sample.htm).
20. Ernst & Young. Публикация по вопросам голосования по доверенности. [Электронный ресурс] URL: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ProxyStatements\\_CC0339\\_November2011/\\$FILE/ProxyStatements\\_CC0339\\_November2011.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ProxyStatements_CC0339_November2011/$FILE/ProxyStatements_CC0339_November2011.pdf).
21. Официальный сайт Комиссии по ценным бумагам и биржам США The Laws That Govern the Securities Industry. [Электронный ресурс]: URL: <http://www.sec.gov/about/laws.shtml>.
22. URL: <https://ru.wikipedia.org/wiki/DAX>.
23. URL: [http://www.viseq.eu/index\\_en.html](http://www.viseq.eu/index_en.html).
24. URL: <https://www.bundesanzeiger.de/ebanzwww/wexsservlet>.
25. URL: <http://www.cnmv.es/portal/home.aspx>.
26. URL: <http://www.lseg.com/monte-titoli-italiano>.
27. URL: [http://www.consob.it/mainen/documenti/english/laws/fr-decree58\\_1998.htm#Article\\_83-duodecies](http://www.consob.it/mainen/documenti/english/laws/fr-decree58_1998.htm#Article_83-duodecies).
28. L'Association Française Des Professionnels Des Titres. [Электронный ресурс] URL: <http://www.afti.asso.fr>.
29. Japan Securities Depository Center, Inc. [Электронный ресурс] URL: <http://www.jasdec.com/en/>.
30. URL: [http://www.chinaclear.cn/english/en\\_index.shtml](http://www.chinaclear.cn/english/en_index.shtml).
31. URL: <http://english.sse.com.cn/investors/introductiontoQFII/whatisQFII/>.
32. URL: <http://english.sse.com.cn/>.
33. URL: <http://www.szse.cn/main/en/>.
34. Тамару Б. Прозрачность владения акциями и взаимодействие с акционерами // Депозитариум. 2014. № 4 (134).

35. URL: [http://www.nsd.ru/common/img/uploaded/files/depo/134/Depositarium\\_all.pdf](http://www.nsd.ru/common/img/uploaded/files/depo/134/Depositarium_all.pdf).
36. URL: <http://www.hkex.com.hk/eng/market/clar/secclr/ccass3/ccass3.htm>.
37. URL: <http://www.hkex.com.hk/eng/market/partcir/hksc/2014hksc.htm>.
38. URL: <http://www.sfc.hk/web/index.html>.
39. URL: <http://www.hkex.com.hk/eng/index.htm>.
40. URL: <https://nsdl.co.in/>.
41. URL: <https://www.cdslindia.com/index.html>.
42. Бронников М. К вопросу о цене информации // Проблемы теории и практики управления. 1999. № 1.
43. Письмо Банка России от 10 апреля 2014 г. № 06-52/2463.
44. Коммерческое (торговое) право зарубежных стран : учебник для магистров / отв. ред. В. Ф. Попондопуло, О. А. Макарова. 2-е изд., перераб. и доп. М. : Юрайт, 2013.
45. Гражданское и торговое право зарубежных стран / под ред. В. В. Безбаха, В. К. Пучинского. М., 2004.
46. Коммерческий кодекс Франции. Регламентарная часть / пер. с франц., предисл., коммент. и примеч. В. Н. Захватаева. М., 2010.
47. Директива № 2003/71/ЕС Европейского парламента и Совета Европейского союза «О публикации проспекта при размещении ценных бумаг среди публичных инвесторов или при допуске ценных бумаг к торгам и об изменении Директивы 2001/34/ЕС». URL: <http://docs.pravo.ru/document/view/27327576/27419281>.
48. URL: <http://docs.pravo.ru/document/view/27327576/27419281>.
49. Оленьков Д. Приведение Закона об АО в соответствие с ГК РФ // РЦБ. 2015. № 7.
50. URL: <http://www.corpactions.ru/ru/ca/epv/>.
51. URL: <https://www.nsd.ru/en/press/pubs/index.php?id36=542911>.
52. URL: <http://www.corpactions.ru/ru/leg/>.
53. URL: <https://www.nsd.ru/ru/workflow/system/programs/#index.php?36=906>.
54. URL: <https://www.nsd.ru/ru/press/pubs/depo/>.
55. Указание Банка России от 15 июня 2015 г. № 3680-У «О требованиях к порядку и форме предоставления иностранными организациями, действующими в интересах других лиц, информации о владельцах ценных бумаг и об иных лицах, осуществляющих права по ценным бумагам, а также о количестве ценных бумаг, которыми владеют такие лица».
56. Приказ Федеральной службы по финансовым рынкам от 5 февраля 2013 г. № 13-7/пз-н.

57. URL: <http://www.corpactions.ru/ru/leg/>.
58. URL: <http://www.sec.gov/edgar.shtml>.
59. URL: <http://www.sec.gov>.
60. Сервис поиска отчетности по различным критериям. [Электронный ресурс] URL <http://www.sec.gov/edgar/searchedgar/webusers.htm>.
61. URL: <http://www.sec.gov/investor/pubs/edgarguide.htm>.
62. Сервер предоставления отчетности. [Электронный ресурс] URL: <http://www.portal.edgarfiling.sec.gov/Welcome/EDGARPortal.htm>.
63. Описание стандарта HTML версии 3.2. [Электронный ресурс] URL: <http://www.w3.org/TR/REC-html32>.
64. URL: <http://www.w3.org/XML/>.
65. URL: <http://www.xbrl.org/>.
66. URL: <http://sec.gov/info/edgar/edgartaxonomies.shtml>.
67. URL: <http://www.sec.gov/about/forms/secforms.htm>.
68. URL: <http://www.sec.gov/info/edgar.shtml#fm>.
69. URL: <https://datapreview.sec.gov/previewer/>.
70. URL: <http://sec.gov/spotlight/xbrl/renderingenginelicense.htm>.
71. URL: [http://www.sedar.com/homepage\\_en.htm](http://www.sedar.com/homepage_en.htm).
72. Официальный сайт канадских Администраторов рынка ценных бумаг. [Электронный ресурс] URL: <http://www.securities-administrators.ca/>.
73. URL: [http://www.sedar.com/search/search\\_en.htm](http://www.sedar.com/search/search_en.htm).
74. URL: [http://www.sedar.com/pdf\\_files/SEDARFilings\\_E.pdf](http://www.sedar.com/pdf_files/SEDARFilings_E.pdf).
75. URL: [http://www.sedar.com/sedar/sedar\\_release\\_en.html](http://www.sedar.com/sedar/sedar_release_en.html).
76. Руководство к SEDAR. [Электронный ресурс] [http://www.sedar.com/sedarguides/FilerManual\\_en.pdf](http://www.sedar.com/sedarguides/FilerManual_en.pdf).
77. URL: [http://www.sedar.com/pdf\\_files/CDSfees\\_E.pdf](http://www.sedar.com/pdf_files/CDSfees_E.pdf).
78. URL: <http://www.fca.org.uk/firms/systems-reporting/gabriel>.
79. URL: <http://www.fca.org.uk/firms/markets/ukla>.
80. URL: [https://marketoversight.fca.org.uk/electronicssubmissionsystem/LiPo\\_CasesHomePage](https://marketoversight.fca.org.uk/electronicssubmissionsystem/LiPo_CasesHomePage).
81. URL: <http://www.fca.org.uk/firms/markets/ukla/forms>.
82. URL: <http://www.morningstar.co.uk/uk/equities/rnnews.aspx>.
83. URL: <http://www.londonstockexchange.com/products-and-services/rns/rns.htm>.
84. URL: <https://rnssubmit.com/cws/Login.aspx>.
85. URL: [http://www.bafin.de/EN/Home/homepage\\_\\_node.html](http://www.bafin.de/EN/Home/homepage__node.html).
86. URL: <http://ww2.bafin.de/database/InstInfo/>.
87. Официальный сайт AMF. [Электронный ресурс] URL: <http://www.amf-france.org/Default.asp?lang=en>.

88. Сервис хранения регулятивной информации во Франции. [Электронный ресурс] URL: <http://www.info-financiere.fr/>.
89. <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CONSLEG:2004L0039:20060428:EN:PDF>.
90. URL: <http://mifidatabase.esma.europa.eu/>.
91. URL: <http://www.esma.europa.eu/>.
92. URL: <http://cbr.ru/finmarkets/files/issue/Programma-anketa.rar>.
93. URL: [http://cbr.ru/finmarkets/files/issue/Programma-anketa\\_dlya\\_EZHO3.0.8.zip](http://cbr.ru/finmarkets/files/issue/Programma-anketa_dlya_EZHO3.0.8.zip).
94. URL: <http://lks.fcsm.ru/issuers.html>.
95. URL: <http://lks.fcsm.ru/index.html>.
96. Постановление ФКЦБ РФ от 2 июля 2003 г. № 03-32/пс (ред. от 24 декабря 2003 г.) «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг».
97. URL: <http://www.corpactions.ru/ru/ca/mf/>.
98. URL: <http://www.corpactions.ru/ru/reform/>.
99. URL: <http://www.smpg.info/index.php?id=11>.
100. URL: <http://www.issanet.org/>.
101. URL: <http://www.xbrl.org/the-consortium/get-involved/corporate-actions-working-group/>.
102. URL: <http://www.clearstream.com/clearstream-en/strategy-and-initiatives/market-harmonisation/ismag>.
103. URL: <http://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/market-infrastructure/cesame/>.
104. URL: <http://www.isitc.org/>.
105. URL: [https://www.nsd.ru/common/img/uploaded/Conference/141016/ob\\_ref.pdf](https://www.nsd.ru/common/img/uploaded/Conference/141016/ob_ref.pdf).
106. URL: <https://www.facebook.com/AVE1974/posts/521403661357708?pnref=story>.
107. URL: [https://www.nsd.ru/common/img/uploaded/files/Documents/tariffs/tariffs\\_pred\\_inf\\_usl\\_2015\\_12\\_01.pdf](https://www.nsd.ru/common/img/uploaded/files/Documents/tariffs/tariffs_pred_inf_usl_2015_12_01.pdf).
108. Денисов А. E-voting — локомотив корпоративной реформы // РЦБ. 2017. № 4.
109. Тарановский Ю. Об электронном голосовании и не только // РЦБ. 2017. № 4.
110. URL: <http://www.cityiq.com>.
111. Corporate Actions 2015. A global survey of the corporate actions marketplace // <http://www.cityiq.com/uploads/documents/f3443c66a3fa0286003ad3897be5d398.pdf>.
112. URL: [https://www.nsd.ru/common/img/uploaded/files/depo/140/47-49\\_CityIQ.pdf](https://www.nsd.ru/common/img/uploaded/files/depo/140/47-49_CityIQ.pdf).

113. Доклад IOSCO по исследованию финансовых технологий. Технологии распределенных баз данных. Гл. 5. Пер. с англ. ООО «ИНФИ ПАРТАД», апрель 2017.
114. Цифровая трансформация финансовых рынков. Глобальный феномен развития FinTech и проникновение финансово-технологических услуг в России (EY). [Электронный ресурс] URL: <http://thomsonreuters.ru/trtech/>.
115. U. K. Government Office for Science. Технология распределенных баз данных: после блокчейн (Distributed Ledger Technology: beyond block chain), 2016. URL: [www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/492972/gs-16-1-distributed-ledger-technology.pdf](http://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/492972/gs-16-1-distributed-ledger-technology.pdf).
116. *Gareth W. Peters and Efstathios Panayi*. Понимание современных банковских распределенных БД с помощью технологии блокчейн (Understanding Modern Banking Ledgers through Blockchain Technologies), UCL, 2015. [Электронный ресурс] URL: [www.weusecoins.com/assets/pdf/library/Understanding%20Modern%20Banking%20Ledgers%20through%20Blockchain%20Technologies.pdf](http://www.weusecoins.com/assets/pdf/library/Understanding%20Modern%20Banking%20Ledgers%20through%20Blockchain%20Technologies.pdf).
117. McKinsey & Co. Трезвый взгляд: блокчейны на рынках капитала (Beyond the Hype: Blockchains in Capital Markets), 2015. [www.theblockchain.com/docs/Blockchains%20in%20Capital%20Markets.pdf](http://www.theblockchain.com/docs/Blockchains%20in%20Capital%20Markets.pdf).
118. Goldman Sachs. Блокчейн — реализация теории на практике (Blockchain — Putting Theory in Practice), 2016. URL: [www.theblockchain.com/docs/Goldman-Sachs-report-Blockchain-Putting-Theory-into-Practice.pdf](http://www.theblockchain.com/docs/Goldman-Sachs-report-Blockchain-Putting-Theory-into-Practice.pdf).
119. Блог R3CEV URL: <http://r3cev.com/blog/> и библиотека для исследователя URL: <http://r3members.com/#Library>.
120. ECB. Рассмотрение актуальных вопросов: технологии распределенных баз данных в сфере ценных бумаг (на посттрейдинговой стадии) (Occasional Paper Series: Distributed ledger technologies in securities post-trading), 2016. URL: [www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scrops/ecbop172.en.pdf](http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scrops/ecbop172.en.pdf).
121. ESMA. Документ для обсуждения (применение технологии распределенных баз данных на рынке ценных бумаг (Discussion Paper — The Distributed Ledgers Technology Applied to Securities Markets), 2015. URL: [www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-773\\_dp\\_dlt.pdf](http://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-773_dp_dlt.pdf).
122. Bitcoinwiki. URL: [https://en.bitcoin.it/wiki/Full\\_node](https://en.bitcoin.it/wiki/Full_node).
123. *Соловьев Д.* Цифровизация инфраструктуры рынка ценных бумаг // РЦБ. 2017. № 4.
124. Goldman Sachs. Блокчейн — реализация теории на практике (Blockchain — Putting Theory in Practice), 2016.

125. URL: <https://vc.ru/p/soundchain-ico>.
126. URL: <https://golos.io/ru--kriptovalyuty/@ontofractal/til-ob-algoritme-konsensusa-i-vozmozhnostyakh-kriptotokena-nem>.
127. URL: [http://incrossia.ru/news/eksperty-venchurnogo-rynka-rasskazali-chto-zhdet-kriptoekonomiku/?utm\\_referrer=https%3A%2F%2Fzen.yandex.com](http://incrossia.ru/news/eksperty-venchurnogo-rynka-rasskazali-chto-zhdet-kriptoekonomiku/?utm_referrer=https%3A%2F%2Fzen.yandex.com).
128. URL: <https://bitsonblocks.net/>.
129. URL: <https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2016/07/smart-contracts-bridging-gap-between-expectation-and-reality>.
130. URL: <http://www.nortonrosefulbright.com/files/smart-contracts-coding-the-fine-print-excerpt-137900.pdf>.
131. URL: <http://f.datasrvr.com/fr1/416/66238/2.pdf>.
132. URL: [https://www.coingecko.com/ru/Рыночная\\_Капитализация\\_эфириум/usd](https://www.coingecko.com/ru/Рыночная_Капитализация_эфириум/usd).
133. URL: <http://incrossia.ru/fly/sozdatel-ethereum-vitalik-buterin-blokcheyn-pomozhet-iskorenit-korruptsiyu/>.
134. *Tyson K., Jacaruso P., Sleenhoff R., Fedotov A.* DVP on DLT: Linking cash and securities for delivery vs. payment settlement in distributed ledger arrangements. March 2017.
135. URL: [https://www.nsd.ru/common/img/uploaded/files/depo/147/27-34\\_Fedotov.pdf](https://www.nsd.ru/common/img/uploaded/files/depo/147/27-34_Fedotov.pdf).
136. FINRA. Доклад по технологии распределенных баз данных: внедрение технологии блокчейн в сфере ценных бумаг (Report on Distributed Ledger Technology: Implications of Blockchain for the Securities Industry), 2017. URL: <http://www.finra.org/industry/report-distributed-ledger-technology-implications-blockchain-securities-industry>.
137. URL: <http://incrossia.ru/fly/sozdatel-ethereum-vitalik-buterin-blokcheyn-pomozhet-iskorenit-korruptsiyu/>.
138. Santander Innoventures. Документ финтех 2.0 — перезагрузка финансовых сервисов (The Fintech 2.0 Paper — rebooting financial services), June 2015. указал на ежегодную экономию от 15 до 20 млрд долларов США на глобальных инфраструктурных издержках к 2022 г.
139. URL: [www.finextra.com/finextra-downloads/newsdocs/the%20fintech%20%200%20paper.pdf](http://www.finextra.com/finextra-downloads/newsdocs/the%20fintech%20%200%20paper.pdf).
140. URL: [http://fc14.ifca.ai/papers/fc14\\_submission\\_82.pdf](http://fc14.ifca.ai/papers/fc14_submission_82.pdf).
141. URL: <http://www.wired.com/2014/03/bitcoin-exchange/>.
142. URL: <https://www.coindesk.com/bitcoin-exchange-unocoin-repay-users-account-thefts/>.
143. URL: <http://www.sebi.gov.in/media/press-releases/aug-2017/sebi-constitutes-committee-on-financial-and-regulatory-technologies-cfrt-35526.html>.

144. URL: [https://en.wikipedia.org/wiki/Quantum\\_cryptography](https://en.wikipedia.org/wiki/Quantum_cryptography).
145. URL: [https://en.wikipedia.org/wiki/Sandbox\\_\(computer\\_security\)](https://en.wikipedia.org/wiki/Sandbox_(computer_security)).
146. URL: <http://pubdocs.worldbank.org/en/770171476811898530/Session-4-Pavel-Shoust-Regulatory-Sandboxes-21-09-2016.pdf>.
147. URL: <https://www.fca.org.uk/firms/regulatory-sandbox>
148. URL: <https://www.fca.org.uk/publication/research/regulatory-sandbox.pdf>.
149. URL: <http://asic.gov.au/about-asic/media-centre/find-a-media-release/2016-releases/16-440mr-asic-releases-world-first-licensing-exemption-for-fintech-businesses/>.
150. URL: <http://asic.gov.au/for-business/your-business/innovation-hub/licensing-and-regulation/licensing-exemption-for-fintech-testing/>.
151. URL: <http://www.mas.gov.sg/Singapore-Financial-Centre/Smart-Financial-Centre/FinTech-Regulatory-Sandbox.aspx>.
152. URL: <http://www.mas.gov.sg/~media/Smart%20Financial%20Centre/Sandbox/FinTech%20Regulatory%20Sandbox%20Guidelines.pdf>.
153. *Сингер М., Ноулз Т.* Доверие в отсутствие доверия // Депозитариум. 2017. № 2. С. 45.
154. URL: <http://ir.nasdaq.com/releasedetail.cfm?releaseid=954654>
155. URL: <http://ir.nasdaq.com/releasedetail.cfm?releaseid=948326>.
156. URL: <http://ir.nasdaq.com/releasedetail.cfm?releaseid=938667>.
157. URL: <http://global.blogs.delaware.gov/2016/06/10/delaware-to-create-distributed-ledger-based-share-ownership-structure-as-part-of-blockchain-initiative/>.
158. URL: <http://forklog.com/shtat-delaver-zakonodatelno-zakrepil-ispolzovanie-tehnologii-blokchejn-pri-torgovle-tsennymi-bumagami/>.
159. URL: <http://www.lseg.com/resources/media-centre/press-releases/lseg-collaborating-ibm-develop-securities-data-blockchain-solution-european-smes>.
160. URL: <https://www.reuters.com/article/china-centralbank-idUSL4N1KR07R>.
161. URL: <https://hyperledger-fabric.readthedocs.io/en/latest/blockchain.html#what-is-hyperledger-fabric>.
162. URL: [www.kickstarter.com](http://www.kickstarter.com).
163. *Легкодимов Н.* Криптовалюты создают новые способы привлечения капитала // Ведомости. 2017. 20 июля.
164. URL: <https://ru.insider.pro/investment/2017-05-26/vsyo-chnuzhno-znat-o-volatilnosti-bitkoina/>.
165. URL: [https://www.mt5.com/ru/prime\\_news/30283-kapitalizatsiya-vseh-kriptovalyut-perevalila-za-150-mlrd-dollarov](https://www.mt5.com/ru/prime_news/30283-kapitalizatsiya-vseh-kriptovalyut-perevalila-za-150-mlrd-dollarov).
166. *Петухова Л.* Стартап из России сообщил о заморозке средств на бирже Poloniex // РБК. 2017. 21 авг.

- URL: <http://www.rbc.ru/money/21/08/2017/599b082e9a7947ac7e8f79e6?from=newsfeed>.
167. URL: <http://www.rbc.ru/money/21/08/2017/599b082e9a7947ac7e8f79e6?from=newsfeed>.
168. *Райбман Н., Смирнова Н.* В США размещения токенов приравняли к традиционным IPO // Ведомости. 2017. 26 июля.
169. URL: <https://www.vedomosti.ru/finance/articles/2017/07/26/726025-tokenov-ipo>.
170. URL: [http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category4/csa\\_20170824\\_cryptocurrency-offerings.pdf](http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category4/csa_20170824_cryptocurrency-offerings.pdf).
171. URL: [http://forklog.com/finansovyy-regulyator-kanady-priravnyal-kriptovalyutnye-tokeny-k-tsennymy-bumagam/?utm\\_content=buffer96e3c&utm\\_medium=social&utm\\_source=facebook.com&utm\\_campaign=buffer](http://forklog.com/finansovyy-regulyator-kanady-priravnyal-kriptovalyutnye-tokeny-k-tsennymy-bumagam/?utm_content=buffer96e3c&utm_medium=social&utm_source=facebook.com&utm_campaign=buffer).
172. Financial Market Infrastructures and Distributed Ledger Technology. WFE, 2016. URL: [www.world-exchanges.org/home/index.php/files/18/Studies%20-%20Reports/349/WFE%20IOSCO%20AMCC%20DLT%20report.pdf](http://www.world-exchanges.org/home/index.php/files/18/Studies%20-%20Reports/349/WFE%20IOSCO%20AMCC%20DLT%20report.pdf).
173. URL: <http://www.asx.com.au/documents/about/ASX-Selects-Digital-Asset-to-Develop-Distributed-Ledger-Technology-Solutions.pdf>.
174. URL: <http://www.asx.com.au/documents/public-consultations/ASX-Consultation-Paper-CHESS-Replacement-19-September-2016.pdf>
175. URL: <https://digitalasset.com/press/asx-selects-digital-asset.html>.
176. URL: <https://www.swift.com/insights/press-releases/swift-examines-application-of-financial-business-standards-to-distributed-ledger-technology-and-smart-contracts>.
177. URL: [http://www.asx.com.au/documents/settlement/ASX\\_CHESS\\_Replacement\\_Project\\_Webinar\\_30March2017.pdf](http://www.asx.com.au/documents/settlement/ASX_CHESS_Replacement_Project_Webinar_30March2017.pdf).
178. URL: <https://www.home.barclays/news/2016/11/how-blockchain-is-transforming-trade-finance.html>.
179. URL: <https://www.jpmorgan.com/country/US/EN/Quorum>.
180. URL: <https://www.swift.com/news-events/press-releases/swift-explores-blockchain-as-part-of-its-global-payments-innovation-initiative>.
181. URL: <http://star.partad.ru>.
182. IOSCO Research Report on Financial Technologies (Fintech), February 2017.
183. *Лансков П., Гусов О.* Перспективы аутсорсинга бизнес-процессов в условиях развития новых информационных технологий и управления рисками в учетной инфраструктуре // РЦБ. 2017. № 4.

Научное издание

*Лансков Петр Михайлович*  
*Оленьков Дмитрий Николаевич*  
*Дубонос Павел Витальевич*

КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ  
И ИНФОРМАЦИОННЫЕ ТЕХНОЛОГИИ

Под редакцией  
*Петра Михайловича Ланскова*

Монография

Издание не подлежит маркировке  
в соответствии с п. 1 ч. 2 ст. 1 ФЗ № 436ФЗ

Подписано в печать 23.10.2017. Формат 60 x 90 <sup>1</sup>/<sub>16</sub>.  
Печать офсетная. Гарнитура “NewtonC”.  
Усл. печ. л. 11,5. Тираж 500 экз. Заказ

ООО Издательство «Магистр»  
101000, Москва, Колпачный пер., 9А.  
Тел.: (495) 621-62-95.  
e-mail: magistr-book@mail.ru