Public Disclosure Authorized

Public Disclosure Authorized

78103

РОССИЙСКАЯ ФЕДЕРАЦИЯ:
РЫНОК КАПИТАЛОВ

АНАЛИЗ И ДИАГНОСТИКА ФИНАНСОВОЙ, РЕГУЛЯТОРНОЙ И ИНСТИТУЦИОНАЛЬНОЙ ПОЛИТИКИ, НЕОБХОДИМОЙ ДЛЯ СОЗДАНИЯ МЕЖДУНАРОДНОГО ФИНАНСОВОГО ЦЕНТРА

ДЖОН Д. ПОЛЛНЕР

Июнь 2012 года

Департамент развития частного и финансового секторов

Департамент России

Регион Европы и Центральной Азии

ВСЕМИРНЫЙ БАНК

АКРОНИМЫ И АББРЕВИАТУРЫ

ВВП	Валовый внутренний продукт
ВЭБ	Внешэкономбанк
ГКО	Государственные краткосрочные облигации Российской Федерации
ГУК	Государственная управляющая компания
ЕБРР	Европейский банк реконструкции и развития
МВФ	Международный валютный фонд
ММВБ	Московская межбанковская валютная биржа
НДС	Налог на добавленную стоимость
ОАЭ	Объединенные Арабские Эмираты
ОЭСР	Организация экономического сотрудничества и развития
РТС	Российская торговая система
СНГ	Содружество независимых государств
ЦБР	Центральный банк Российской Федерации
GCI	Глобальный индекс конкурентоспособности
GFCI	Глобальный индекс финансовых центров
IAS	Международные стандарты бухгалтерского учета
IOSCO	Международная организация Комиссий по ценным бумагам

От авторов

Данный отчет подготовлен группой экспертов, в состав которой входили Джон Поллнер (руководитель группы экспертов/ведущий специалист по финансовым вопросам, Всемирный банк), Мейр Кон, (главный консультант, профессор экономики/финансов, Дартмутский колледж), Лоуренс Бернард Кей (финансовый аналитик, Всемирный банк) и Марина Бурмистрова (консультант по правовым вопросам и финансовым рынкам, Всемирный банк).

Джон Поллнер подготовил разделы по регуляторным механизмам и компромиссам, требованиям в сфере корпоративного управления, роли рынка государственных долговых обязательств, условиям ведения бизнеса, а также по другим экономическим, инфраструктурным и транзакционным аспектам функционирования финансовых центров. Мейр Кон провел исследования и анализ для данного отчета с акцентом на вопросы финансовой/экономической политики и структурные предпосылки создания международных финансовых центров, функции подсекторов финансового рынка, требуемые реформы и использование сравнительных данных и наработок существующих финансовых центров. Лоуренс Б. Кей подготовил статистические и сравнительные индикаторы, анализ тенденций и рейтинг российских рынков капитала относительно других мировых центров, а также количественные характеристики рынка. Марина Бурмистрова подготовила разделы по инфраструктуре рынка капитала/ценных бумаг и регуляторным барьерам в сфере транзакций, трансфертов/расчетов, регистрации, правовой защиты, защиты прав инвесторов, залоговых ограничений и препятствий для секьюритизации.

Софии Сиртэн является руководителем сектора, отвечающим за подготовку отчета; Герардо Коррочано является директором сектора. Сильви Боссутро является координатором странового сектора. Михал Рутковски является директором Департамента России. Лада Стрелкова является координатором программ Всемирного банка в России. Вице-президентом является Филлип Ле Уэру.

Авторский коллектив выражает благодарность Министерству финансов Российской Федерации, Федеральной службе по финансовым рынкам и другим государственным министерствам и ведомствам за консультации, отзывчивость, продуктивное взаимодействие и предоставление информации при подготовке данного отчета.

СОДЕРЖАНИЕ

Краткое изложение и основные выводы 6

Часть I. Стратегические, экономические, глобальные и регуляторные условия 10

a. Введение 10

b. Уточнение целей 11

c. Правильный путь достижения целей 18

d. В чем заключаются препятствия? 18

e. Как устранить препятствия 20

f. Принципы регулирования 22

g. Как обеспечить адекватную правовую среду 23

Часть II. Особая роль банков в поддержке крупных финансовых центров 26

a. Банковский сектор 26

b. Необходимость реструктуризации 30

c. Преимущества усиления конкуренции в банковском секторе 31

Часть III. Функции небанковских финансовых посреднических организаций 32

a. Брокеры, фонды и другие небанковские организации 32

b. Инвестиционные фонды 33

c. Пенсионные фонды 35

d. Страховые компании 37

Часть IV. Частные банки и рынки частных акций 39

a. Частные банки и хеджинговые фонды 39

b. Частные акции 40

Часть V. Рынки капитала: глубина, функции, ликвидность и инновации 41

a. Рынок акций 47

b. Рынки долговых обязательств 57

c. Обеспеченные активами ценные бумаги, денежные рынки, FOREX и производные финансовые инструменты 66

d. Регулирование финансовых рынков 68

VI. Выводы 78

Приложение 1. Данные и характеристики признанных финансовых центров в сравнении с Россией 82

Приложение 2: Некоторые аспекты инфраструктуры и регулирования рынка в России 98

Российская Федерация: Анализ и Диагностика Финансовой, Регуляторной и Институциональной Политики, Необходимой для Создания Международного Финансового Центра

Краткое изложение и основные выводы

1. Для того, чтобы стать финансовым центром, Россия должна обеспечить достижение двух основных целей:

   A. Привлечение большего объема финансовых операций крупных предприятий и состоятельных граждан, которые в настоящее время в значительной степени осуществляются за пределами страны в других международных финансовых центрах.

   B. Предоставление услуг, отвечающих потребностям малых и средних предприятий и мелких инвесторов в России, которые в настоящее время во многом остаются неудовлетворенными.

2. Ускоренное достижение второй цели будет способствовать выполнению первой цели за счет расширения диверсификации финансирования на рынке ценных бумаг, а также за счет создания устойчивых возможностей для выпуска. Финансовые центры обладают преимуществом масштаба. Предоставление более качественных услуг, необходимых малым и средним предприятиям и мелким инвесторам, позволит увеличить как предложение ценных бумаг, так и спрос на ценные бумаги в Москве. Увеличение объема и ликвидности транзакций повысит конкурентоспособность Москвы как финансового центра, что позволит привлечь больше операций крупных предприятий и состоятельных граждан, которые в настоящее время осуществляются за пределами страны.

3. Финансовые центры напрямую не предоставляют услуги под потребности малых и средних предприятий и мелких инвесторов; оказание таких услуг осуществляется опосредованно через финансовые посреднические организации — банки, взаимные инвестиционные фонды, пенсионные фонды и страховые компании. Таким образом, достижение Цели B будет стимулировать развитие конкурентоспособной системы банков и небанковских финансовых посреднических организаций.

4. В процессе развития Москвы как финансового центра следует учитывать, что финансовые центры не создаются по принципу «сверху вниз»: они развиваются естественным образом, если для этого имеются соответствующие возможности. Следовательно, акцент должен делаться на устранение препятствий.

5. Основными препятствующими факторами являются:

i. доминирование в финансовой системе государственных и связанных с государством предприятий;
ii. наличие барьеров, препятствующих приходу на рынок иностранных финансовых организаций и специалистов;
iii. неадекватная правовая база, регулирующая вопросы финансовой деятельности;
iv. неадекватные регуляторные механизмы — в особенности, забюрократизированное регулирование и восприятие необходимости поиска «неформальных» источников ренты.

6. Факторы (i) и (ii) (связанные с государством банки и барьеры, препятствующие приходу на рынок иностранных организаций) не способствуют развитию конкурентоспособных финансовых рынков. Они также препятствуют развитию конкурентоспособной системы банков и небанковских финансовых посреднических организаций.

7. Факторы (iii) и (iv) существенно повышают издержки всех финансовых операций, напрямую сокращая объем финансового бизнеса. Они также препятствуют инновациям, необходимым для повышения продуктивности, равно как и внедрению новых финансовых продуктов.

8. Хотя фактор (iii) (общая правовая база) должен иметь приоритетное значение в плане укрепления и внедрения передовых регуляторных стимулов, представляется целесообразным одновременно рассмотреть возможность *заимствования* целевой законодательной базы по вопросам функционирования финансового центра, которая могла бы, наряду с другими функциями, обеспечивать интересы как иностранных, так и отечественных инвесторов посредством применения регуляторных механизмов, которые признаются международными игроками. Дубай является моделью того, как это следует делать. Тем не менее, заимствование правовой базы должно быть одной из мер развития рынка, призванных, помимо прочего, способствовать привлечению капитала на российский рынок. При этом, однако, сохраняется необходимость реформирования национальной правовой базы для использования возможностей российского розничного рынка в полном объеме и на широкой основе.

9. Фактор (iv): регуляторные и контрольные механизмы необходимо радикально упростить за счет сбалансированности четких предсказуемых правил и применения соизмеримых санкций за нарушения. Изучение правоприменительных мер и инициирующих их факторов, применяемых финансовыми надзорными органами существующих мировых центров может дать представление о том, какие методы являются наиболее эффективным. Опыт таких центров показывает, что регуляторные препятствия

могут быть также преодолены за счет использования, в максимально возможной степени, саморегулирующихся организаций при одновременном упрощении мер регулирования, остающихся в ведении государства. Однако, для того, чтобы саморегулирующиеся организации функционировали надлежащим образом, делегирование надзорных полномочий должно сопровождаться принятием ответственности и демонстрацией эффективности в обеспечении рыночной дисциплины с созданием равных условий для торговых операций на рынке и обеспечением раскрытия достоверной информации. Саморегулирующиеся организации (СРО) будут руководствоваться принципом заботы о своей репутации в плане эффективного исполнения делегированных надзорных полномочий, что требует коллективной заинтересованности в поддержании высоких стандартов. По мере того, как такой подход станет неотъемлемой составляющей деятельности саморегулирующихся организаций, государству следует серьезно рассмотреть возможность подобной регуляторной структуры для мотивирования рынка.

10. При выработке предложений о новых регуляторных схемах следует учитывать фактор доминирования государственных и связанных с государством организаций в среде эмитентов ценных бумаг. В первую очередь, корпоративное управление в таких организациях должно стать более прозрачным в соответствии с мировыми стандартами при одновременном расширении участия частного сектора. В сегодняшних условиях предложения об обеспечении большей прозрачности на внебиржевом рынке и запрете инсайдерских торговых операций ненамного различаются. Однако, более действенной видится практика, обязывающая собственников-бенефициаров финансовых компаний (государственных и частных) в полном объеме обнародовать информацию о собственности и активах, а также обязательность прохождения проверки на предмет прозрачности, соответствия и отсутствия конфликта интересов для получения и сохранения лицензии на осуществление деятельности финансовой компании.

11. Хотя государство проявляет чрезмерную активность в некоторых областях, в других сферах его усилия недостаточно активны и могли бы стать значимым вкладом в развитие рынков капитала. Рынок государственных ценных бумаг не получил широкого распространения или глубины, поскольку в течение нескольких лет в Российской Федерации складывается благоприятная финансовая ситуация, и потребности в финансировании долга незначительны. Тем не менее, отсутствие кривой доходности по государственным долговым обязательствам с достаточной ликвидностью таких инструментов также сдерживает развитие рынка частных облигаций (и других инструментов с фиксированным доходом) ввиду отсутствия кривой безрисковой доходности для правильного определения цены облигаций частных компаний на нескольких сегментах кривой и формирования основы для более широкого использования денежного рынка и ликвидных залоговых инструментов. Российской Федерации следует рассмотреть возможность активного развития ликвидных суверенных долговых инструментов с множественными сроками погашениями при условии, если это существенно не скажется на финансовой устойчивости государства.

12. Могут быть также осуществлены дополнительные меры по модернизации финансовой инфраструктуры, законодательной базы и инструментов, обеспечивающих торговлю ценными бумагами как на территории России, так и в трансграничном масштабе, а также по повышению эффективности применения электронной подписи, процедур передачи собственности на ценные бумаги и правового урегулирования, функций депозитария/хранения ценных бумаг; сокращению правовых и структурных ограничений на ипотечные ценные бумаги; совершенствованию режима залога и развитию секьюритизации в целях расширения диапазона и глубины рынка капитала.

13. Необходимы изменения в структуре рынка в целом с тем, чтобы эмитенты, акционеры и инвесторы могли стать более диверсифицированными игроками во всех индустриях как на розничном, так и на институциональном уровнях. Это позволит увеличить диверсификацию активов и создаст платформу для расширения финансовых продуктов на гораздо большем количестве уровней, чем в настоящее время.

14. Наконец, вышеуказанные меры позволят создать необходимые условия для обеспечения ключевых элементов для формирования и развития серьезного финансового центра. Однако, этих мер может оказаться недостаточно. Факторы, не связанные с финансовым рынком, такие как адекватная макроэкономический конъюнктура, эффективные городские транспортные коммуникации, адекватное предложение офисных помещений, образовательные возможности для иностранных граждан, а также упорядоченные и прозрачные условия регулирования бизнеса являются ключевыми вспомогательными аспектами, способствующими росту и функционированию международных финансовых центров на более широкой основе.

Часть I. Стратегические, экономические, глобальные и регуляторные условия

15. *Резюме: В Части I данного Отчета обсуждаются цели и характеристики существующих мировых финансовых центров. В этой части также анализируются различные сегменты рынка этих центров, в том числе охватываемые ими внутренние рынки, рынки иностранных инвесторов и зарубежные рынки для отечественных инвесторов. В этом разделе документа представлен рейтинг финансовых центров на основе независимого анализа, показывающий позиции России. Также обсуждаются вопросы становления финансовых центров, некоторые регуляторные препятствия в условиях России и способы освоения сегментов рынков, для которых характерен низкий уровень услуг. В завершающих разделах рассматриваются альтернативные регуляторные структуры, которые доказали свою успешность, и возможность формирования которых может быть рассмотрена в России.*

a. Введение

16. **В 2008 году Правительство Российской Федерации объявило о необходимости развития Москвы как международного финансового центра.** За последние несколько лет сформированы несколько структур и проведен ряд мероприятий по данной тематике и взаимосвязанным вопросам, которые способствовали продвижению данной инициативы. Основными из них являются (а) Рабочая группа по созданию международного финансового центра в Москве в составе семи Проектных групп, которую возглавляет Александр Волошин, (б) Совет при Президенте Российской Федерации по развитию финансового рынка, (в) Экспертная группа N10 «Стратегии-2020» по направлению «Развитие финансового и банковского сектора», и (г) Международный консультативный совет по созданию Международного финансового центра в России (в работе которого участвуют Председатель правления Сбербанка России Герман Греф и Президент «Ситибанка» Викрам Пандит). Продвижению данной инициативы также способствовали ключевые конференции, в том числе Московский международный финансовый форум, Форум по финансовым инновациям и Московская международная финансовая неделя. Российский фонд прямых инвестиций также выступил в качестве форума для обсуждения вопросов инвестиционной деятельности в России, а также концепции и проблематики создания финансового центра.[1]

[1] С 2009 года и по настоящее время в рамках оказания технической консультационной помощи Всемирный банк подготовил ряд документов по вопросам развития финансового сектора в России, в том числе (а) Меморандум по финансовому сектору, в котором обсуждаются вопросы доступа к финансовым ресурсам и механизмы финансирования, (б) Технический документ по вопросам конкуренции в банковском секторе России, (в) Отчет по вопросам защиты прав потребителей финансовых услуг и финансовой грамотности, и (г) Отчет по вопросам системы накопительных и частных пенсий и ее развития.

17. **Представленный Правительством План действий предусматривает следующие результаты:**

- Улучшение доступа российских компаний к финансовым ресурсам;
- Улучшение возможностей для инвестиционной деятельности институциональных и частных инвесторов;
- Углубление интеграции российской финансовой системы в мировую финансовую систему;
- Усиление роли российского рубля в качестве резервной валюты и валюты для взаиморасчетов;
- Стимулирование экономической интеграции со странами СНГ; и
- Диверсификация национальной экономики за счет роста финансового сектора.

18. В данном Отчете рассматривается уровень финансового развития России и Москвы на данный момент, в чем должны заключаться цели развития финансового сектора столицы и страны и как могут быть достигнуты эти цели.

b. Уточнение целей

19. **Международный финансовый центр является юрисдикцией, в которой уровень финансового бизнеса намного превосходит тот объем, который оправдан экономической активностью только на внутреннем рынке.** В настоящее время масштаб финансового бизнеса в Москве не только не превышает этот уровень, но и гораздо ниже его. Причина заключается в том, что значительная часть финансовых операций, связанных с экономической деятельностью внутри страны, осуществляется за рубежом. Крупные предприятия стремятся получить большую часть финансирования в мировых финансовых центрах; состоятельные россияне хранят большинство своих активов за пределами страны.[2] На Рисунках 1 и 2 показано, в какой степени в последние годы российские компании стремились получить еще больше акционерного капитала и долгового финансирования из иностранных источников.

[2] Кроме того, государственные сбережения (составляющие значительную часть национальных сбережений) в значительной степени инвестируются за рубежом. В июне 2011 года Российское правительство держало около 524 млрд. долларов в валютных резервах.

Рисунок 1. Валовые портфельные долговые обязательства по ценным бумагам в России, % ВВП[3]

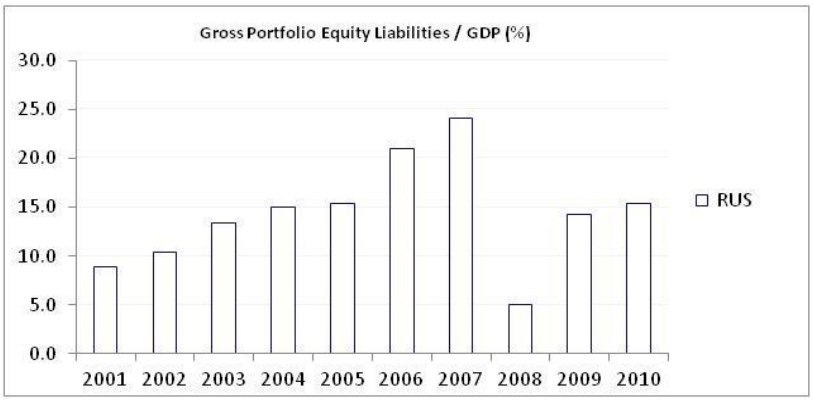
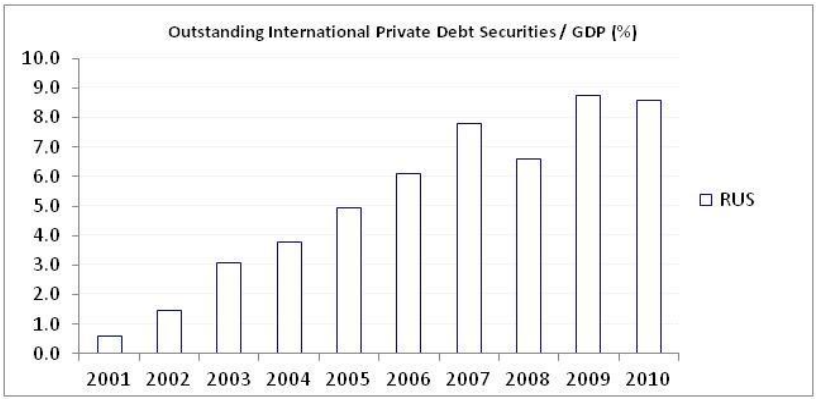


Рисунок 2. Непогашенные международные долговые ценные бумаги частных компаний в России, % ВВП[4]



20. **Ситуация использования иностранных источников типична для стран, в которых отсутствует собственный международный финансовый центр.** Такая ситуация характерна для большинства стран Западной Европы. Эти страны прибегают к ресурсам мировых финансовых центров Лондона и Нью-Йорка для привлечения значительной части финансирования своих крупных предприятий, и многие обеспеченные европейцы хранят часть своего состояния в Швейцарии и различных оффшорных центрах. Действительно, само существование финансовых центров, осуществляющих больше операций, чем отечественный финансовый бизнес, означает, что финансовые центры других стран будут осуществлять меньший объем деятельности. Таким образом, Москва не является уникальной в этом отношении, но ее случай является особенным.

21. **Использование ресурсов иностранных финансовых центров не является проблемой для российской экономики: наоборот, это весьма выгодно.** В настоящее время отечественная финансовая система не в состоянии удовлетворить потребности

[3] World Bank, "FinStats", World Bank, 2011.

[4] World Bank, "FinStats", World Bank, 2011.

экономики. "Импорт" финансовых услуг таким способом позволяет удовлетворять эти потребности и, соответственно, обеспечивает возможности дл развития и роста экономики. Это также способствует притоку иностранных инвестиций в экономику России. И, в действительности, стимулирует российские инвестиции в российскую экономику. Например, частные банки Москвы предлагают своим клиентам фонды взаимных инвестиций в Люксембурге; эти фонды активно вкладывают средства в российские ценные бумаги. Преимущество этой схемы заключается в том, что российские инвесторы получают правовую защиту, которая была бы им не доступна, если бы они напрямую инвестировали во внутренние ценные бумаги или внутренние взаимные фонды. Однако, для развития Москвы в качестве финансового центра, такая ситуация является той реальностью, которую необходимо признать, и это означает, что политика должна строиться исходя из двух целей:

(а) ***Вместо того, чтобы стремиться привлечь иностранный финансовый бизнес в Москву, целью на ближайшую перспективу должна стать конкуренция за российский финансовый бизнес, который в настоящее время осуществляется за пределами страны.*** Такая конкуренция должна быть честной — без введения ограничений в интересах местного рынка.[5] Цель состоит в том, чтобы сделать Москву более привлекательным финансовым центром и не препятствовать экономически выгодному использованию ресурсов мировых финансовых центров. Для достижения этой цели потребуются существенные изменения законодательной базы и регуляторной среды.

По мере того, как Москва станет конкурентоспособной в качестве центра для российского финансового бизнеса, она естественным путем станет привлекать также и иностранный финансовый бизнес, особенно из стран СНГ и Восточной Европы. Для этих стран Москва обеспечивает определенные преимущества в плане географической близости, специализированных знаний, языка и, возможно, валюты.

(б) ***Хотя использование ресурсов мировых финансовых центров позволяет удовлетворить потребности крупных предприятий и состоятельных граждан в финансовых услугах, проблема финансовых потребностей малых и средних предприятий и мелких инвесторов остается нерешенной.*** Если Москва, в качестве финансового центра, сможет найти способ удовлетворения этих потребностей, это крайне положительно скажется на развитии экономики и финансовом благополучии обычных россиян. Кроме того, как будет показано далее, это может стать важным шагом в достижении первой цели, а именно обратного привлечения большего объема российского финансового бизнеса в Москву.

[5] К примеру, действующие нормы ограничивают размещение новых акций на иностранных рынках 35 %ми от общего объема выпуска и содержат требование о том, что 30 % внутреннего выпуска подлежит отзыву. Правительство высказало намерение о принятии таких мер (см. ICLC, *Russian Survey*, August 2011).

Вставка 1. Позиции России и Москвы в сопоставлении с другими странами

Как можно сопоставить позиции России и, в частности, Москвы, с другими финансовыми центрами мира? Можно провести сравнение с крупнейшими центрами – такими, как Гонконг, Нью-Йорк и Сингапур, которые знамениты доступом к капиталу и финансовым услугам, которые они предлагают – но также представляется целесообразным сопоставить Россию со странами со схожими экономическими параметрами или финансовыми рынками, которые тоже являются небольшими, но, при этом, удовлетворяют потребности отечественных компаний в финансовых ресурсах и привлекают бизнес из своего региона.

Существует два прямых способа проведения таких сопоставлений. Всемирный банк располагает инструментарием сопоставления финансовых секторов, получивший название "FinStats", в котором используются девять структурных показателей, являющихся наиболее актуальными для роста финансового сектора, с целью сравнения структурно схожих стран друг с другом. Этот инструментарий позволяет увидеть показатели страны относительно других стран с учетом схожести отправных точек. В программе Finstats рассматриваются следующие девять показателей:

- ВВП на душу населения;
- численность населения;
- плотность населения;
- коэффициент демографической нагрузки: соотношение пожилых граждан и лиц трудоспособного возраста;
- коэффициент демографической нагрузки: соотношение молодых граждан и лиц трудоспособного возраста;
- является ли страна "оффшорным" финансовым центром;
- степень экспорта, учитываемая для экспорта нефти;
- является ли страна "переходной экономикой";
- присутствие мировой экономики в бизнес-цикле страны.

По этим факторам Россию следует сопоставлять с Бразилией, Китаем, Колумбией, ЮАР и Таиландом. В тексте документа эти страны именуются "сопоставимыми странами."

Вставка 2. Позиции России относительно сопоставимых международных финансовых центров

Но какова ситуация применительно к самим финансовым центрам? Наряду с сопоставлением финансовых центров различных стран, используются множественные источники, позволяющие увидеть позиции крупнейшей фондовой биржи России – ММВБ – относительно бирж других стран, которые известны ввиду своей значимости в региональном или мировой масштабе. При наличии данных можно увидеть, как развитие ведущей биржи России соотносится с показателями некоторых других бирж, каждая из которых располагает важными преимуществами. К их числу относятся:

- Австралийская фондовая биржа (Сидней, Австралия);
- BM&F Bovespa (Сан-Паулу, Бразилия);

- Deutsche Borse (Франкфурт, Германия);
- Биржи Гонконга (Гонконг, Китай);
- Лондонская фондовая биржа (Лондон, Великобритания);
- the NASDAQ OMX Nordic Exchange (Скандинавские страны);
- NYSE Euronext (Нью-Йорк, США); NYSE Euronext (Европа);
- Шанхайская фондовая биржа (Шанхай, Китай);
- Токийская фондовая биржа (Токио, Япония);
- the TSX Group (Торонто, Канада);
- Варшавская фондовая биржа (Варшава, Польша).

В тексте документа они именуются "ведущими финансовыми центрами."[6]

22. **Но прежде можно использовать Глобальный индекс финансовых центров ("Global Financial Centres Index" (GFCI)) в качестве средства сопоставления для получения общего представления о позициях России и Москвы.** GFCI ранжирует финансовые центры по их потенциалу обеспечивать такие параметры, как упорядоченные и прозрачные условия для я ведения бизнеса, высококвалифицированный местный персонал, понятная регуляторная система, а также другие параметры, которые могут привлечь финансовые компании для размещения их бизнеса или же повлиять на жизнеспособность их финансовых рынков. К числу нефинансовых факторов, которые могут влиять на привлекательность города или страны в качестве финансового центра, относятся общая макроэкономическая ситуация и политика, качественное транспортное сообщение, адекватное предложение и стоимость жилья, а также образовательные возможности для иностранных гостей и членов их семей. В Таблице 1 показан рейтинг Москвы по сравнению с основными городами, охваченными GFCI в сопоставимых странах. В этом рейтинге Москва занимает нижние позиции.

[6] Если биржа агломерирует данные торговых площадок в нескольких различных странах и не представлена в нижеприведенных данных в качестве единого субъекта, она исключается из сопоставления. В состав "NASDAQ OMX Nordic Exchange" входят биржи Копенгагена, Хельсинки, Исландии, Стокгольма, Таллинна, Риги и Вильнюса. "NYSE Euronext (US)" включает, главным образом, Нью-йоркскую фондовую биржу и NYSE Arca. NYSE Euronext (Europe) включает биржи Амстердама, Брюсселя, Лиссабона и Парижа.

Таблица 1. Позиция Москвы в рейтинге GFCI относительно финансовых центров в сопоставимых странах[7]

Город	Рейтинг GFCI
Гонконг	3
Шанхай	5
Пекин	17
Сан-Паулу	44
Рио-де-Жанейро	50
Йоханнесбург	54
Бангкок	61
Москва	*68*

23. Хотя присутствует некоторое дублирование между городами, в Таблице 2 показана позиция Москвы относительно ведущих финансовых центров по рейтингу GFCI. В этом рейтинге Москва также занимает нижние позиции.

Таблица 2. Позиция Москвы в рейтинге GFCI относительно ведущих финансовых центров[8]

Город	Рейтинг GFCI
Лондон	1
Нью-Йорк	2
Гонконг	3
Шанхай	5
Токио	5
Сидней	10
Торонто	10
Франкфурт	14
Сан-Паулу	44
Варшава	59
Москва	*68*

24. **Для получения более глубокого представления о позициях России, можно также обратиться к рейтингу Глобального индекса конкурентоспособности (Global Competitiveness Index (GCI)) Всемирного экономического форума, который включает**

[7] Z/Yen and Long Finance, *The Global Financial Centres Index 9*, Z/Yen and Long Finance, March 2011.

[8] Z/Yen and Long Finance, *The Global Financial Centres Index 9*, Z/Yen and Long Finance, March 2011.

субиндекс по уровню развития финансового рынка. В этом субиндексе Россия занимает 125 место из 139 стран. Рейтинг составляется по результатам специального обследования и некоторых данных из исследования Всемирного банка *Doing Business*. В рейтинге GCI Россия имеет наиболее высокое место по показателю "ценовая доступность финансовых услуг" (92) и самое низкое место по показателям "регулирование фондовых бирж " (118), "ограничения по движению капитала" (119) и "устойчивость банков" (129). Позиции России относительно сопоставимых стран приведены в Таблице 3.

Таблица 3. Позиции России по уровню развития финансового рынка в рейтинге GFCI относительно сопоставимых стран[9]

Рейтинг GCI (по шкале в 7 баллов) по уровню развития финансового рынка	
Страна	
ЮАР	9 (5.3)
Бразилия	50 (4.4)
Таиланд	51 (4.4)
Китай	57 (4.3)
Колумбия	79 (4)
Россия	*125 (3.2)*

25. **И, в заключение, Milken Institute («фабрика мысли» США), составляет рейтинг по степени простоты доступа предпринимателей и компаний к отечественному и иностранному капиталу с охватом 122 стран.** В рейтинге используются семь факторов – макроэкономические условия, институциональная среда, финансовые и банковские организации, развитие рынка акций, развитие рынка облигаций, наличие альтернативных источников капитала и наличие международного финансирования – для составления Индекса доступа к капиталу (Capital Access Index (CAI)). В 2009 году Россия занимала 54 место из 122 стран с рейтингом, соответственно, 69 и 33 по значимости рынка акций и рынка облигаций для финансирования бизнеса. В Таблица 4 показаны позиции России относительно сопоставимых стран.

Таблица 4. Позиции России в рейтинге CAI относительно сопоставимых стран[10]

Рейтинг CAI (по шкале в 10 баллов)	
Страна	
Таиланд	27 (6.51)
ЮАР	31 (6.15)
Китай	32 (6)
Бразилия	49 (5.14)
Колумбия	53 (4.97)
Россия	*54 (4.96)*

9 World Economic Forum, *The Global Competitiveness Report 2010-2011*, World Economic Forum, 2010.

10 Milken Institute, *Capital Access Index 2009*, Milken Institute, 2010.

c. Правильный путь достижения целей

26. **Финансовые центры не создаются по принципу «сверху вниз»: они органично развиваются при наличии достаточного спроса на их услуги.** Неудовлетворенный спрос открывает возможности для извлечения прибыли. Предприниматели используют эту возможность, оказывая необходимые услуги. Если государство пытается создать финансовый центр искусственно – например, путем ограничения доступа для других, уже существующих финансовых центров – результатом станут чистые потери для экономики. Выгоды от искусственно созданного центра будут полностью нивелированы более высокой стоимостью или более низким качеством оказываемых им услуг.

27. **Хотя государство не может искусственно создать экономически жизнеспособный финансовый центр, оно в состоянии устранить препятствия для его естественного развития.** Например, может отсутствовать какая-либо составляющая, обычно характерная для финансового центра – такая, как рынок долгосрочных облигаций. Уместным является вопрос не о том, "Как государство может создать рынок облигаций?", а о том, "Почему такой рынок не формируется естественным образом?" Ответом, при определенных обстоятельствах, может быть отсутствие спроса на услуги такого рынка или же наличие спроса, но, при этом, его более качественное удовлетворение в другом месте. В таком случае, ничего не может или не должно делаться. Однако, ответом может являться наличие искусственных препятствий для формирования местного рынка таких услуг. В этом случае государство может предпринять меры по устранению препятствующих факторов.

28. **Даже в случае устранения государством препятствующих факторов, необходимо реально оценивать сроки достижения желаемых результатов.** Если препятствием является конкретный нормативный акт или налог, их можно отменить относительно быстро. Однако, даже в этом случае реакция может быть достаточно медленной. Если же препятствием является такой фактор, как, к примеру, коррупция или отсутствие верховенства закона, для устранения таких препятствий могут потребоваться десятилетия. Установление количественных целевых показателей развития финансового центра – например, вхождение фондовой биржи в перечень ведущих десяти бирж мира к 2020 году – вообще не имеет смысла. Результатом установления таких целевых показателей, вероятнее всего, станет беспредметное манипулирование статистическими данными, нежели реальный прогресс.

d. В чем заключаются препятствия?

29. **Одним из основных препятствий, типичных для всех городов, которые хотят стать финансовыми центрами, являются преимущества масштаба, которыми обладают существующие крупные финансовые центры.** Чем больше финансовый центр, тем лучше качество предоставляемых им услуг: его рынки являются более глубокими и ликвидными; при этом также обеспечивается более широкий комплекс

услуг. Преимущества масштаба создают взаимоусиливающий эффект: поскольку новый бизнес, как правило, привлекается крупнейшим центром, последний имеют тенденцию к еще большему росту. Любой формирующийся финансовый центр должен конкурировать с уже существующими центрами. Ввиду преимуществ масштаба, на начальном этапе он оказывается в весьма невыгодном положении.

30. **Если ставится задача сформировать финансовый центр невзирая на все обстоятельства, он должен иметь определенные компенсирующие преимущества по сравнению с крупными устоявшимися центрами хотя бы в нескольких областях.** В целом, такими преимуществами будут являться информация и удобство, являющиеся, как правило, результатом географической близости и схожести культур. Например, Гонконг и Сингапур будут иметь преимущество над Лондоном и Нью-Йорком в посредничестве финансовому бизнесу с участием компаний Китая.[11] Москва обладает аналогичным естественным преимуществом применительно к финансовым услугам малым предприятиям и населению в самой России и финансовому бизнесу стран СНГ.

31. **Однако, показатели взаимосвязанности России и Москвы с остальными регионами мира в плане торговли свидетельствуют о необходимости определенных усилий для обеспечения высокого уровня информации и удобства.** По индексу AT Kearney/глобализации внешней политики, который измеряет уровень взаимосвязанности страны с остальными регионами мира, Россия занимает 62 место из 72 стран. Другими словами, уровень взаимосвязанности России с остальными странами мира является недостаточным.[12] Кроме того, Москва не превосходит многие финансовые центры по качеству жизни, несмотря на то, что она входит в число самых дорогих городов мира.[13]

32. **Кроме естественного препятствия масштаба, для Москвы характеры ряд искусственных препятствий – в основном, являющихся следствием действий или бездействия со стороны государства.**[14] Эти препятствия хорошо известны и могут быть подразделены на следующие категории:

- Непредсказуемые условия и высокие затраты ведения бизнеса: коррупция, отсутствие верховенства права, частые и дискреционные вмешательства со стороны государства;

---

11 Jarvis, D. S. L. (2009). Race for the Money: International Financial Centers in Asia, Lee Kuan Yew School of Public Policy, National University of Singapore.

12 AT Kearney/Foreign Policy, "The Globalization Index," AT Kearney/Foreign Policy, 2007.

13 See Mercer, "2010 Quality of Living Survey," Mercer, 2010 and Mercer, "2011 Cost of Living Survey, Mercer, 2011.

14 Ситуация не является уникальной для Москвы. Токио, Париж и Сингапур также сталкиваются с препятствиями в полномасштабной реализации своего потенциала как финансовых центров в результате барьеров, созданных государством. (Elliott, D. J. (2011) Building a Global Financial Center in Shanghai: Observations from Other Centers. Washington, DC, Brookings Institute). Однако, опять-таки если Москва и не является единственным примером, ее ситуация исключительна.

неэффективный бюрократический аппарат; неэффективная и непредсказуемая законодательная система.[15]

- Барьеры для вхождения иностранных компаний: ограничения по вхождению на рынок иностранных финансовых компаний, ограничения в части иностранной собственности российских компаний, ограничение в части привлечения иностранных специалистов.[16]

- Хаотичные и сложные механизмы регулирования: забюрократизированность; непоследовательное правоприменение.

- Контрпродуктивное налоговое законодательство: НДС на финансовые операции и услуги, высокие ставки налогов для финансовых компаний, чрезмерное налогообложение иностранных резидентов и т.д.

e. Как устранить препятствия

33. **Следует учитывать несколько важных основополагающих принципов в процессе устранения препятствий: ключевым аспектом устранения фундаментального препятствия в виде отсутствия масштаба является ускоренное освоение потенциального финансового бизнеса, который мог бы обеспечить Москве сравнительное преимущество – а именно, оказание услуг малым и средним предприятиям и физическим лицам.** Поскольку для такого бизнеса требуется значительный объем местной информации и розничной сети сбыта, это не те функции, которые могут напрямую выполнять глобальные финансовые центры.

34. **Направление финансовых потребностей малых и средних предприятий и физических лиц на рынок может увеличить предложение ценных бумаг.** Аналогично, нахождение путей удовлетворения инвестиционных потребностей мелких инвесторов может повысить спрос. Несмотря на то, что отдельно взятый заемщик или инвестор являются небольшими, совокупный объем потенциально может быть значительным. В США, к примеру, на долю малых и средних предприятий и населения в совокупности приходиться большая часть бизнеса финансовых рынков. В конце 2011 года на долю населения и некоммерческих организаций в США приходилось 49 триллионов долларов или 76% от общей суммы финансовых активов, тогда как на корпоративный бизнес (исключая финансовый сектор) - 15 триллионов долларов.

35. **Малые и средние предприятия, однако, не имеют прямого доступа на финансовые рынки. Такой доступ всегда является опосредованным – через различных финансовых посредников.** Аналогично, хотя мелкие инвесторы сами могут

---

[15] Более подробная информация приведена в публикации "Doing Business in the Russian Federation", World Bank, 2011.

[16] В декабре 2010 года в некоторой степени облегчен визовый режим для "высококвалифицированных работников" (Fitzgeorge-Parker L., "Russian Capital Markets: Climate Change", Euromoney, May 2011). Тем не менее, сложности вхождения сохраняются.

напрямую вкладывать средства в ценные бумаги, в большинстве случаев они прибегают к услугам финансовых посредников. Таким образом, ключевым фактором привлечения бизнеса малых и средних предприятий и мелких инвесторов на финансовые рынки является развитие финансовых посреднических организаций. В Таблице 5 приведены данные по текущей численности, активам и %ному соотношению общего объема активов основных типов финансовых организаций, в том числе финансовых посредников в России.

Таблица 5. Финансовые посреднические организации в России[17]

	2010		
	Активы (млрд. рублей)	% в общем объеме активов	Численность
Кредитные организации	33,805	93,8	1,012
Государственные банки	13,871	38,5	21
Частные банки			
Отечественные	13,717	38,1	844
Иностранные	6.084	16.9	90
Небанковские кредитные организации	132	0.4	57
Небанковские финансовые организации	2,241	6.2	
Паевые инвестиционные фонды (ПИФы)	420	1.2	796
Частные пенсионные фонды	862	2.4	158
Страховые компании (премии)	960	2.7	*700*
Всего	36,046	100	

36. **Увеличение масштаба российского финансового бизнеса таким способом может повысить ликвидность и глубину российского рынка,** что сделает его более конкурентоспособным относительно мировых финансовых центров для бизнеса крупных российских предприятий и состоятельных российских инвесторов, а также для финансовых компаний стран СНГ. Безусловно, это будет способствовать дальнейшему увеличению бизнеса в таком замкнутом цикле.

37. **Примером такого процесса может служить Польша. Реформы позволили создать динамичную систему финансовых посреднических организаций – банков, пенсионных и инвестиционных фондов.** Как результат, в настоящее время на долю

[17] Источники: МВФ, Центробанк России, FFMS, Expert RA. Цифры не включают лизинговые компании, которые являлись держателями около 1,050 млрд. рублей в активах по состоянию на конец 2010 года; факторинговые компании являлись держателями еще 484 млрд. рублей (см. Economist Intelligence Unit, *Country Finance Russia*, Economist Intelligence Unit, 2011). “Иностранные банки” означают банки, контрольный пакет которых находится в иностранной собственности.

мелких инвесторов и их посредников приходился свыше половины оборота Варшавской фондовой биржи. Растущий рынок привлекает все больше котировок из других стран Восточной Европы, делая Варшаву активно развивающимся региональным финансовым центром.[18] При этом, однако, в случае Польши следует упомянуть некоторые особенно способствующие факторы. Таковыми являются масштабная изначальная и продолжающаяся программа приватизации, высокий уровень собственности иностранных банков в настоящее время, критическая масса рынка отечественных (и субрегиональных) котируемых ценных бумаг с ликвидностью для привлечения внешних инвесторов, а также достойный и улучающийся рейтинг по стоимости ведения бизнеса.

38. **В России, наоборот, уровень развития системы финансовых посредников, которые могли бы связать малые и средние предприятия и мелких инвесторов с рынками ценных бумаг, является крайне низким.** В 2010 году активы всех финансовых посредников составили лишь 81 % ВВП по сравнению с более 300% во Франции, Испании и Германии. Кроме того, в России на долю банков приходится около 94% от общего объема. Особенно низкий уровень развития характерен для небанковских финансовых посредников, таких как инвестиционные компании (взаимные инвестиционные фонды), пенсионные фонды и страховые компании (Таблица 5). В более развитых финансовых системах на их долю приходится большая часть активов.[19] В данном Отчете подробно анализируется причины столь низкого уровня развития финансовых посредников и, соответственно, почему они не способствуют росту финансовых рынков. В Отчете также обсуждаются слабые стороны самих финансовых рынков. Однако, прежде необходимы некоторые общие комментарии по вопросам регулирования и правовой среды.

f. Принципы регулирования

39. **Что касается регулирования, отмечается тенденция акцентировать внимание на форме, нежели сути регулирования.**[20] Законы с прекрасными формулировками имеют мало значимости, если они не реализуются, или же если реализуются, но не обеспечивают достижение своих целей. Введение масштабных требований по отчетности создает впечатление об осуществлении каких-то шагов по решению проблемы, однако результаты могут быть незначительными. Кроме того, бюрократические механизмы увеличивают транзакционные издержки и, таким образом, в ценовом плане могут вытеснить с рынка финансовую услугу или даже финансовый центр (примером может служить закон Сарбейнса-Оксли 2002 года в США). Больший объем регулирования не обязательно означает более качественное регулирование. Безусловно, ряд новых

18 Financial Times, “Warsaw as a Financial Centre”, FT Special Report, Financial times, April 20 2011.

19 В США на долю небанковских финансовых организаций приходится около 60% от общего объема активов. В Польше в 2007 году их удельный вес уже составил одну треть от общего объема активов (см. National Bank of Poland, “Financial System Development in Poland 2007,” National Bank of Poland, 2010).

20 Ahrend, R. and W. Tompson (2005). Fifteen Years of Economic Reform in Russia: What has been Achieved? What Remains to be Done? OECD Economics Department Working Papers, No. 430, OECD Publishing.

нормативных актов потребуется. Однако, не менее важно отменить существующие нормативные акты, которые дают незначительные результаты и увеличивают издержки, препятствуя развитию финансового сектора. Регулирование должно быть простым и последовательным и проходить элементарный тест на эффективность затрат.

40. **Зачастую, оптимальным способом достижения этого является саморегулирование.** Профессионалы рынка гораздо лучше разбираются в проблемах, чем бюрократы госорганов и комитеты по законодательству. Они могут лучше сопоставить регуляторные издержки и выгоды. Они также имеют серьезную репутационную заинтересованность в его эффективности. Делегирование регулирования саморегулирующимся организациям обеспечивает еще одно важное преимущество: лишение полномочий бюрократов государственных органов сокращает возможности для коррупции. При этом, однако, саморегулирующиеся организации должны иметь стимулы для поддержания высоких стандартов и репутации рынка – в отсутствие этих составляющих саморегулирующаяся организация может просто использоваться в качестве механизма захвата рынка доминирующими игроками.

g. Как обеспечить адекватную правовую среду

41. **Существует несколько способов решения проблемы недостатков в правовой среде (как в самом законодательстве, так и в судебной правоприменительной практике).** Одним из способов является перевод деятельности в другую юрисдикцию: примером этому служит практика размещения состоятельными россиянами своих сбережений на Кипре или инвестирования в российские ценные бумаги через взаимные инвестиционные фонды, расположенные в Люксембурге. Поскольку ценные бумаги размещены в Люксембурге, любые споры разрешаются судами Люксембурга в соответствии с законами этой страны.

42. **Другим способом является заимствование правовых механизмов.** Этот способ использует Дубай в стремлении стать региональным финансовым центром:

> Международный финансовый центр Дубай является независимой юрисдикцией в рамках Конституции ОАЭ; он имеет собственное самостоятельное гражданское и торговое законодательство, составленное на английском языке по стандартам английского права. Центр также имеет собственные суды, дела в которых рассматривают судьи общего права из различных стран мира, включая Англию, Сингапур Гонконг.[21]

43. **Заимствование правовых механизмов может стать важным и действенным способом.** Однако, поскольку в России уже получил развитие отечественный рынок, и исходя из масштаба экономики страны, важно чтобы этот способ, в случае его

21 См. http://en.wikipedia.org/wiki/Dubai_International_Financial_Centre; http://www.difc.ae/

использования для привлечения иностранных инвесторов, применялся в сочетании – нежели в качестве замены – с дополнительными мерами по углублению, совершенствованию и осуществлению инноваций в рамках национальной нормативной правовой базы по рынкам капитала.

44. **Еще одним способом является максимальное использование механизмов арбитража саморегулирующимися организациями.** Арбитраж является менее формальным и, соответственно, более оперативным и менее дорогостоящим, чем процедуры официальных судов. Дубай является примером и в этом отношении.[22] Другим примером является Ново Меркадо в Бразилии, где фондовая биржа, являющаяся саморегулирующейся организацией, вводит требования в сфере корпоративного управления в дополнение к тем, которые предусмотрены законодательством, которые подлежат соблюдению компаниями, заинтересованными в котировках на бирже. Использование сочетания этих подходов позволит финансовому центру обеспечить требуемую правовую среду без необходимости ждать общей реформы правовой системы в масштабах страны, реализация которой, скорее всего, займет длительное время. Правительство, как представляется, предусматривает осуществление аналогичных оперативных мер в реальном секторе в своих планах создания центра высоких технологий в Сколково.[23]

45. **Эти альтернативные модели регулирования имеют важное значение, поскольку по многим аспектам правовой среды и тесно взаимосвязанной с ней среды для ведения бизнеса, в России имеются серьезные проблемы, которые требуют решения.** В рейтинге Всемирного банка *Doing Business* Россия занимает 120 место из 183 стран.[24] По индексу конкурентоспособности Всемирного экономического форума Россия находится на 66 позиции из 144 стран.[25] Наконец, в рейтинге среды для ведения бизнеса, составляемого Economist Intelligence Unit – в котором оцениваются такие факторы, как политические и макроэкономические условия и политика дл создания свободного предпринимательства и торговли – бизнес-среда в России считается "средней", занимая 62 позицию из 82 стран.[26]

46. **По некоторым параметрам, таким как управление, прозрачность и коррупция, позиции России в целом являются неудовлетворительными.** Например, по рейтингу восприятия коррупции Transparency International, Россия считается страной с высоким уровнем коррупции.[27] Агентство PriceWaterhouseCoopers, публикующий анализ

---

22 "Арбитражный центр DIFC-LCIA является независимым центром международного арбитража, применяющего правила по модели Лондонского центра международного арбитража". Источник тот же, что в и в предыдущей сноске.

23 См. Freeland C, "The Next Russian Revolution", *The Atlantic*, October, 2011.

24 World Bank Group, *Doing Business 2012*, World Bank Group, 2011.

25 World Economic Forum, *The Global Competitiveness Report 2011-2012*, World Economic Forum, 2011.

26 Economist Intelligence Unit, "Country Monitor," vol XVIII, no 48, Economist Intelligence Unit, December 27th 2010.

27 Transparency International, "Corruption Perceptions Index 2010," Transparency International, 2010.

экономических правонарушений в странах мира, недавно выявило, что российские респонденты, участвовавшие в опросе, в большей степени отмечали, что они сталкивались со злоупотреблениями за последние 12 месяцев, чем респонденты из любой другой страны.[28]

47. **В поддержку развития Москвы как международного финансового центра, законодательная и нормативная правовая база должна предусматривать, как минимум, требование о том, что все участники рынка (банки, небанковские финансовые организации и посреднические организации рынка ценных бумаг) обязаны обнародовать информацию о своих собственниках-бенефициарах.** Собственники-бенефициары должны проходить проверки по экономическим, бюджетно-налоговым, криминогенным аспектам и на предмет соответствия, а также иметь подтверждение отсутствия конфликта интересов, тест на раскрытие информации об активах изначально и на постоянной основе в качестве условия получения или сохранения лицензии на осуществление деятельности на рынке. Должно быть установлено, что непредоставление информации о собственниках-бенефициарах или непрохождение проверок влечет отказ в выдаче лицензии, приостановление ее действия или отзыв регуляторами финансового сектора.

48. **Для использования знаний и опыта профессионалов рынка в максимально возможной степени, представляется целесообразным создать рабочие группы из числа представителей частного сектора для выявления значимых препятствий в различных областях развития финансового сектора с целью определения государственных мер.** Это весьма успешно было сделано в Сингапуре.[29] В стране были созданы рабочие группы по семи конкретным направлениям.[30] Такие шаги свидетельствовали о готовности государства воспринимать информацию от сектора и привели к действенным конкретным реформам и либерализации. В России Рабочая группа по созданию международного финансового центра может сформировать группы в составе профессионалов рынка для подготовки рекомендаций о необходимых реформах в конкретных областях. Или же, может быть создана новая рабочая группа, в которой должен быть широко представлен частный сектор. В свою очередь, в данном Отчете рассматриваются банковские организации, небанковские финансовые посредники и финансовые рынки.

---

28 PriceWaterhouseCoopers, *The Global Economic Crime Survey: Economic Crime in a Downturn*, PriceWaterhouseCoopers, 2009.

29 Barton, D. (2009). International financial centres: the terms of competition and prospects for the Asia-Pacific region. Competition among financial centres in Asia-Pacific : prospects, benefits, risks, and policy challenges. Soogil Young and others. Singapore, Institute of Southeast Asian Studies: lxiv, 399 p.

30 Выпуск общих долговых обязательств, фондовые рынки, управление фондами, казначейское управление/управление риском, корпоративные финансы /венчурный капитал, страхование/перестрахование, трансграничный электронный банкинг.

Часть II. Особая роль банков в поддержке крупных финансовых центров

49. *Резюме: В данном разделе анализируется роль банков в формировании основ рынков капитала. Представлена оценка роли банковского сектора в России на сегодняшний день и динамики последних лет, а также потенциальных функций частных и иностранных банков и финансовой системе. Сектор малых и средних предприятий и домашних хозяйств рассматривается в плане доступа к финансовым услугам и наличия конкуренции в банковском секторе. Анализируется возможность расширения сети банковских филиалов для привлечения депозитов населения, а также обсуждаются существующие и потенциальные источники банковского финансирования.*

a. Банковский сектор

50. **Планы по развитию Москвы в качестве финансового сектора в значительной степени сфокусированы на финансовых рынках/рынках капитала. Однако, банки и другие финансовые посреднические организации имеет не менее важное значение для развития финансового центра.** Наряду с функций обслуживания заемщиков и инвесторов, они потенциально являются основным источником предложения ценных бумаг и спроса на ценные бумаги на финансовом рынке. В России на долю банков приходится подавляющее большинство финансовых посреднических услуг (Таблица 5). В данном Отчете анализируется состояние банковской системы на сегодняшний день. Затем рассматриваются возможные пути реструктуризации и ожидаемые выгоды такой реструктуризации.

51. **В недавних работах, посвященных банковскому сектору, акцент в значительной степени и - с учетом последних событий - вполне естественно, делался на стабильность.** Хотя этот аспект, без сомнений, имеет огромное значение, в данном Отчете в большей степени рассматривается “функция” – т.е. что фактически делают банки. Выполняют ли банки функции, которые присущи современной банковской системы и, в особенности, вносят ли они максимально возможный с их стороны вклад в развитие Москвы как финансового центра?

Состояние банковского сектора России на сегодняшний день

52. **В банковской системе доминирующее положение занимают государственные банки.** В 2010 году около 40 банков контролировались государством – некоторые напрямую (Таблица 5), другие опосредованно через иные государственные субъекты, в том числе другие государственные банки. На долю подконтрольных государству банков суммарно приходилось примерно 54% от общего объема банковских активов.[31] В Таблице 6 приведен перечень десяти крупнейших банков в России, включая государственные,

[31] Vernikov, A. (2011). Government banking in russia: magnitude and new features, Higher School of Economics.

частные, отечественные или иностранные. Ведущие шесть банков контролируются государством.

53. **Присутствие государства неуклонно возрастает с 1998 года: при каждом следующем кризисе льготная поддержка государственных банков делала их безопасной гаванью для вкладчиков и позволяла им присоединять к себе более слабые частные банки.**[32] Удельный вес контролируемых государством банков значительно выше, чем в других странах с переходной экономикой, которые гораздо больше продвинулись в приватизации своих банковских систем.[33] Хотя ряд российских крупнейших коммерчески ориентированных государственных банков работают по международным стандартам, есть и другие банки со специальными функциями, в которых механизмы управления, прозрачность операций и учета могли бы быть улучшены для оценки их общего риска.

Таблица 6. Десять крупнейших банков в России: общий объем активов по состоянию на декабрь 2010 года[34]

Банк	Общий объем займов	Общий объем активов	Доля рынка (%)
Сбербанк	4,993	8,888	23.6
ВТБ	950	2,732	7.3
Газпромбанк	815	1,812	4.8
Россельхозбанк	594	1,070	2.8
Банк Москвы	427	923	2.5
ВТБ 24	419	923	2.5
Альфа-банк	395	851	2.3
Юникредит	344	679	1.8
Raiffeisenbank	262	505	1.3
Промсвязьбанк	182	490	1.3
Активы, всего		**37,590**	**100**

32 Berglof, E. and A. Lehmann (2009). "Sustaining Russia's growth: The role of financial reform." Journal of Comparative Economics 37(2): 198-206.

33 Из 20 стран, оценка которых была проведена ЕБРР и МВФ в 2008 году, Россия занимала нижние позиции во второй половине стран по показателю либерализации банковской сферы, Berglof, 2009. Там же.

34 Economist Intelligence Unit, *Country Finance Russia*, Economist Intelligence Unit, 2011. Частные банки выделены курсивом.

54. **В условиях плановой экономики Советского Союза главная роль банков заключалась в поддержке убыточных предприятий путем предоставления им овердрафтных кредитов, позволявших им оплачивать свои счета.**[35] Есть определенные сомнения в том, полностью ли искоренена подобная практика.[36] В любом случае, контролируемые государством банки продолжают оставаться скорее инструментом государственной политики, нежели коммерческими организациями, нацеленными чисто на получение прибыли. На долю многочисленных частных банков, большинство из которых очень малы, приходится около 28% в общем объеме банковских активов. Многие из них являются "карманными банками", принадлежащими и обслуживающими, в основном, одну компанию или финансово-промышленную группу.[37] Многие другие существуют лишь для того, чтобы обеспечить своим владельцам налоговые преимущества или же для содействия в отмывании денег.[38] Таким образом, частным банкам принадлежит скромная роль в чисто коммерческом финансовом посредничестве.[39]

55. **На долю иностранных банков приходится около 18% в общем объеме банковских активов (и 12% депозитов).**[40] Их удельный вес гораздо ниже, чем в других странах с переходной экономикой, в которых результатом приватизации зачастую становилось доминирование иностранных банков в банковской системе.[41] Доля рынка иностранных банков в России медленно росла в период с 2000 по 2010 годы, но в последние месяцы демонстрирует тенденцию к снижению: ряд крупных банков вообще ушли с российского рынка (в том числе Rabobank, AIG и Santander); другие прекратили осуществлять розничные банковские операции (в том числе Morgan Stanley, Barclays и HSBC).[42] Большинство кредитов иностранных банков составляют кредиты на оборотный капитал, выдаваемые крупным нефтяным и металлургическим компаниям или дочерним компаниям иностранных транснациональных корпораций.[43]

---

35 Погашение кредитов не предполагалась. Их задача заключалась в том, чтобы предотвратить эффект домино для поставщиков убыточной компании.

36 Bernstam, M. S. and A. Rabushka (2004). Fixing China's Banks, Not Russia's, Hoover Institution.

37 Финансово-промышленные группы представляют собой группы взаимосвязанных компаний, производящих свыше 50% ВВП России. Группы, находящиеся в собственности и контролируемые федеральным правительством производят около 25%; группы, находящиеся в собственности и контролируемые региональными правительствами – 4%; на долю групп, находящихся в частной собственности, приходится 21%. См. http://www.emergingmarketsvenue.com/2010/07/12/russian_business_groups/

38 Camara, M. K. and F. Montes-Negret (2006). Deposit Insurance and Banking Reform In Russia. Policy Research Working Paper 4056, The World Bank.

39 Bonin, J., I. Hasan and P. Wachtel (2008). Banking in transition countries, BOFIT Discussion Papers.

40 Anzoategui, D., M. S. M. Pería and M. Melecky (2010). Banking Sector Competition in Russia. Policy Research Working Paper 5449, The World Bank.

41 Частичной причиной являются ограничения на иностранную собственность банков в России. Однако, некоторые ограничения могут быть отменены по мере вероятного присоединения России ко Всемирной торговой организации (ВТО) (см. Clover C, "Russia to Cut Tariffs Ahead of WTO Entry," *Financial Times*, 11th November 2011.

42 Economist Intelligence Unit, *Country Finance: Russia*, Economist Intelligence Unit, 2011.

43 Economist Intelligence Unit, *Country Finance: Russia*, Economist Intelligence Unit, 2011.

56. **Таким образом, в целом, чисто коммерческое кредитование банками российских предприятий, с которыми они не связаны, в определенной степени носит достаточно ограниченный характер.** Для крупных предприятий это не является проблемой, поскольку они, как правило, связаны с банками. Кроме того, крупные предприятия в большей степени берут кредиты у банков в мировых финансовых центрах, а также на международном рынке облигаций, что позволяет им заимствовать крупные суммы на более длительные сроки и на более выгодных условиях.[44] При этом, малым предприятиям сложно получить кредиты российских банков: кредиты малым и средним предприятиям составляют лишь около 6% в общем объеме банковских активов.[45]

57. **Банковская система также неудовлетворительно обслуживает потребителей.** Уровень проникновения банковской системы достаточно низок по сравнению с другими странами. На каждые 40,000 россиян приходится лишь один банковский филиал по сравнению с одним филиалом на 1,000-3,000 жителей в развитых странах и примерно на 10,000 жителей в других странах с переходной экономикой и Бразилии.[46] Вследствие такого неудовлетворительного доступа отмечается отсутствие доверия к финансовым организациям в целом; банковские вклады частных лиц в сумме составляют лишь около 26% ВВП по сравнению с 47% в Венгрии и 80% в Чешской Республике. Счет в банке имеет менее одного из четырех человек; персональные чеки практически не известны; большинство сбережений населения продолжает храниться в государственном сберегательном банке «Сбербанк» или в наличной форме.[47] Однако, объем кредитования населения стремительно возрастал в период до кризиса 2008 года, особенно в части жилищного кредитования, что способствовало взлету цен на жилье, особенно в Москве.[48]

---

44 Tompson, W. (2004). Banking Reform in Russia: Problems and Prospects. Economics Department Working Papers No. 410, OECD.

45 Непогашенные кредиты малым и средним предприятиям составляли около 2 триллионов рублей в мае 2011 года (см. "Бюллетень банковской статистики", Центральный банк России, июль 2011 года).

46 Camara, Montes-Negret, op. cit.

47 Bonin, Hasan andWachtel; Economist Intelligence Unit, *Country Finance: Russia*, EIU, 2011.

48 OECD, *Economic Survey of the Russian Federation*, OECD, 2009.

Вставка 3. Позиции России и Москвы в международном сопоставлении банковских систем

По сравнению с сопоставимыми странами со схожими экономическими системами – Бразилией, Китаем, Колумбией, Таиландом и ЮАР – банковская система России характеризуется относительно меньшим объемом депозитов и кредитования частных лиц. Интересно отметить, что в период 2000-2009 годов банковская система Китая имела гораздо более высокие уровни по обоим показателям, как видно на Рисунках 3a и 3b.

Рисунок 3a. Депозиты в отечественных банках, % ВВП[49]

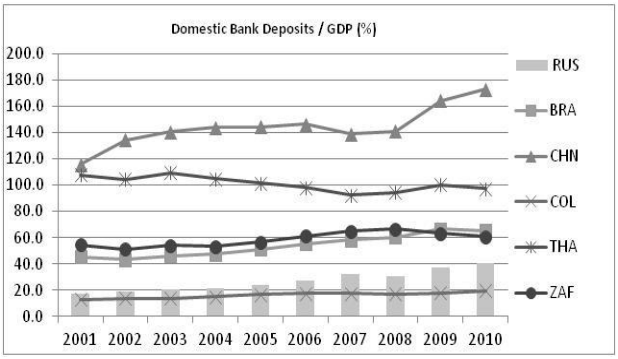
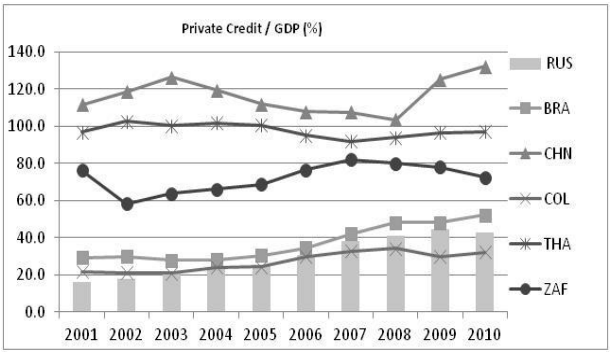


Рисунок 3b. Соотношение кредитования частных лиц к ВВП[50]



b. Необходимость реструктуризации

58. **Таким образом, потенциал банковской системы по привлечению депозитов населения и кредитованию малых и средних предприятий во многом не используется.** Причиной является отсутствие конкуренции. Маловероятно, что банки, которые наслаждаются спокойной жизнью за счет рыночной власти, будут прилагать значительные усилия, необходимые для освоения этих направлений бизнеса. Отсутствие конкуренции само по себе является результатом доминирования государства в банковской системе, а также барьеров для вхождения на рынок иностранных банков.

59. **Банки, как и финансовые центры, имеют значительные преимущества масштаба.** Крупный банк может быть лучше диверсифицирован, должен иметь лучшую ликвидность и может распределять фиксированные издержки по значительному объему операций; он также должен быть в состоянии предлагать более широкий спектр услуг. В России крупными банками являются преимущественно государственные банки. В дополнение к стандартным преимуществам масштаба, они также пользуются льготным режимом со стороны государства.

[49] World Bank, "FinStats", World Bank, 2011.
[50] World Bank, "FinStats", World Bank, 2011.

60. **Выдача частным банкам разрешений на осуществление деятельности не создает угрозы доминированию и рыночной власти государственных банков, поскольку такие новые банки непременно являются небольшими.** Только приход крупных банков в состоянии усилить конкурентное давление. При этом, крупные банки могут прийти только из-за рубежа. Вхождение и расширение деятельности иностранных банков ограничивается многочисленными нормативными актами. Наиболее существенными являются положения, ограничивающие возможности иностранных банков приобретать существующие отечественные банки, что является для них важным способом вхождения на рынок и расширения своего присутствия.[51] Кроме того, приобретение иностранными банками является естественным способом столь необходимой консолидации огромного числа частных банков в меньшее количество более крупных и более устойчивых субъектов.

61. **Для свободной конкуренции требуется не только беспрепятственный доступ, но и равные условия осуществления деятельности. Льготный режим для государственных банков затрудняет конкурентные возможности других банков.** Иностранные банки, которые в последнее время ушли с российского рынка, заявляли об экспансии государственных банков, особенно Сбербанка и ВТБ, в таких сферах деятельности, как корпоративный, розничный и инвестиционный банковский бизнес.[52] Государство, как представляется, осознает, что сохранение доминирования государственных структур в банковском секторе, не соответствует целям создания международного финансового центра в Москве. В последнее время озвучены планы о проведении нового этапа приватизации части государственных предприятий, включая государственные банки.[53] Такое намерение, безусловно, приветствуется. Тем не менее, важно, чтобы приватизация стала реальной, а не чисто косметической. Продажа неконтрольного пакета акций крупных государственных банках частным инвесторам будет иметь мало смысла, если для этих банков сохранится льготный режим и они продолжат служить инструментами государственной политики.

c. Преимущества усиления конкуренции в банковском секторе

62. **Усиление конкуренции в банковской сфере вынудит банки привлекать больше депозитов путем расширения сети филиалов и предоставления более широкого диапазона услуг населению.** Это также создаст серьезные стимулы для банков увеличивать объем кредитования малых и средних предприятий.[54] Возможно, это будет обозначать дальнейшее расширение лизинга, который уже растет достаточно

---

51 Любой инвестор должен получить разрешение РЦБ на покупку более 20% акций любого банка; для покупки более 25% также требуется согласование с Федеральной антимонопольной службой (ФАС) (см. Economist Intelligence Unit, *Country Finance: Russia*, Economist Intelligence Unit, 2011).

52 Economist Intelligence Unit, *Country Finance: Russia*, Economist Intelligence Unit, 2011.

53 Aris B, "Russia Kicks Off Privatization Effort with Sale of 10 percent in VTB," *Russia and India Report*, Mar. 2, 2011.

54 World Bank, "Russia Financial Sector Memorandum: Expanding Finance for Small and Medium-Sized Enterprises—What can be done?", World Bank, December, 2010.

быстрыми темпами.[55] Банкам необходимо изыскивать долгосрочные источники средств. Действующее законодательство разрешает снятие средств со всех депозитов физических лиц по требованию, вне зависимости от условий договора.[56] Это затрудняет финансирование банками долгосрочных кредитов за счет депозитов.

63. **Одним из альтернативных вариантов являются долгосрочные облигации, и банки действительно увеличили выпуск облигаций в последние годы.** В мае 2011 года непогашенными оставались облигации сроком на 1-3 года на сумму около 218 миллиардов рублей наряду с облигациями с более длительными сроками погашения на сумму 354 миллиарда рублей.[57] Естественным ходом событий, особенно для финансирования растущего объема лизинга, мог бы стать выпуск покрытых облигаций.[58] Это также могло бы стать способом финансирования рублевой ипотеки для населения. Такой способ мог бы стать гораздо более безопасной альтернативой теперешнему использованию валютной ипотеки, финансируемой за счет банковских заимствований у иностранных банков. В любом случае, увеличение выпуска облигаций станет дополнительным направлением бизнеса для рынка капитала, что будет способствовать развитию Москвы как финансового центра.

Часть III. Функции небанковских финансовых посреднических организаций

64. *Резюме: В этой части Отчета рассматриваются функции небанковских организаций, а также роль розничных инвесторов в формировании спроса на рынке капитала. Обсуждаются инвестиционные фонды и компании, управляющие активами, в том числе связь между банками и компаниями по управлению активами. Затем обсуждается роль сектора накопительных пенсий, его структура и развитие, а также необходимость расширения инвестируемых инструментов и решения некоторых налоговых вопросов. В разделе также анализируется сектор страхования и его роль, методы управления и практика, ранее применявшиеся в этой сфере, необходимость повышения профессионального уровня специалистов сектора и барьеры для вхождения в этот бизнес.*

---

55 USAID, "Leasing: A Potential Solution for SME Expansion and Rural Financial Sector Deepening," microNOTE no.23, USAID, June 2006. At the end of 2010, total leases amounted to about RUB1 trillion (см. Economist Intelligence Unit, *Country Finance Russia*, Economist Intelligence Unit, 2011).

56 OECD, *Economic Survey of the Russian Federation*, OECD, 2009.

57 Бюллетень банковской статистики, июль 2011 года На долю банков приходилось около 36% в общем объеме облигаций, выпущенных в 2010 года; банки также являлись крупными инвесторами в облигации (см. Economist Intelligence Unit, *Country Finance Russia*, Economist Intelligence Unit, 2011).

58 Эти облигации обеспечены конкретными денежными потоками (за счет, например, аренды), но, при этом, остаются общими обязательствами эмитента. Они популярны в Европе, и уже достаточно долго находятся в обращении в Германии, где они известны как *Pfandbriefe.* В настоящее время выпуск обеспеченных активами облигаций крайне незначителен (см.Economist Intelligence Unit, *Country Finance Russia*, Economist Intelligence Unit, 2011).

a. Биржевые брокеры, фонды и другие небанковские организации

65. **Значительный спрос на ценные бумаги со стороны мелких инвесторов может внести весомый вклад в развитие финансового сектора.** Как показывает практика, хотя некоторые мелкие инвесторы имеют прямой доступ на рынки, большинство из них прибегают к услугам небанковских финансовых посредников, в качестве которых выступают инвестиционные фонды, пенсионные фонды и компании по страхованию жизни. К сожалению, уровень развития таких небанковских финансовых посреднических организаций в России является крайне низким – их совокупный удельный вес в общем объеме активов всех финансовых посредников составляет лишь около 6% (Таблица 5).

66. **Главным препятствием является недоверие общества к финансовым организациям, которое во многом основывается на предыдущем опыте.** Небанковские финансовые организации имеют негативную репутацию в России; многие из них обанкротились или были замешаны в мошенничестве.[59] Работа сектора была особенно неудовлетворительной во время недавнего финансового кризиса.[60] Как следствие, население предпочитает инвестировать, главным образом, в недвижимость и покупку иностранной валюты.[61] Слабость сектора также частично является результатом неблагоприятной демографической ситуации. В большинстве стран долгосрочные сбережения населения во многом мотивируются необходимостью обеспечения дохода после выхода на пенсию. В России сравнительно низкая продолжительность жизни ослабляет стимулы для таких сбережений.

b. Инвестиционные фонды

67. **Большинство инвестиционных фондов в России являются паевыми инвестиционными фондами, которые представляют собой пакет активов в доверительном управлении на основе соглашения между инвесторами и управляющей компанией.** Что касается выкупа, фонд может быть "открытого ", "закрытого" или "промежуточного" типа.[62] Последний занимает промежуточное положение между фондами открытого и закрытого типа. Фонды являются открытыми, но покупка/продажа акций может осуществляться только в определенные даты в течение года. В индустрии наблюдался достаточно быстрый рост с период с 2001 по 2008 годы. В 2001 году насчитывалось около 51 фонда (35 компаний по управлению активами), совокупно имевших 10 миллиардов рублей в активах и лишь несколько тысяч инвесторов. К 2008 году количество фондов увеличилось до 1,047 (более 300 компаний по управлению

59 Aris B, "Russia's Ponzi Problems", *BNE*, August 2011.

60 Http://rt.com/programs/money/russia-financial-sector-development/

61 Sherstnev, M. A., D. V. Abramov and S. A. Polezhaev (2010). "Moscow as international financial center: ideas, plans and perspectives." EJournal of Corporate Finance 2: 27-35.

62 Noel, M., Z. Kantur, E. Krasnov and S. Rutledge (2006). Development of Capital Markets and Institutional Investors in Russia: Recent Achievements and Policy Challenges Ahead. World Bank Working Paper No. 87. Washington DC, The World Bank.

активами); в активах было сосредоточено 649 миллиардов рублей, количество инвесторов превышало 300,000.

68. **Такой стремительный рост во многом был обусловлен благоприятной макроэкономической конъюнктурой, способствовавшей повышению доходности, а также благоприятствующей законодательной базой.** В 2001 году был принят Закон об инвестиционных фондах, в также подзаконные акты, регулирующие вопросы инвестиционной деятельности инвестиционных фондов, компаний по управлению активами и специальных депозитариев, в которых хранились активы фондов. Улучшение и уточнение режима налогообложения различных типов инвестиционных фондов также сыграло содействующую роль. Кроме того, в результате пенсионной реформы 2002 года произошел стремительный рост численности компаний по управлению активами, имеющих лицензию на осуществление деятельности, а также активов инвестиционных фондов. Однако, в 2009 году вследствие финансового кризиса объем активов снизился до 370 миллиардов рублей; численность фондов сократилась до 796 при незначительном увеличении в 2010 году.[63]

69. **Предложения касательно дальнейшего развития индустрии, в целом, акцентированы на ужесточении регулирования и усилении правоприменительных мер в качестве способа повышения надежности фондов и восстановления доверия инвесторов.**[64] Однако, такой подход не является правильным. Причина, почему инвестиционные фонды в развитых странах не испытывают аналогичных проблем, кроется не в более жестком регулировании. Скорее это объясняется тем, что компании по управлению активами имеют серьезную репутационную заинтересованность в завоевании и поддержании доверия инвесторов. В отличие от России, в развитых странах функционирует сравнительно небольшое количество крупных компаний по управлению активами.

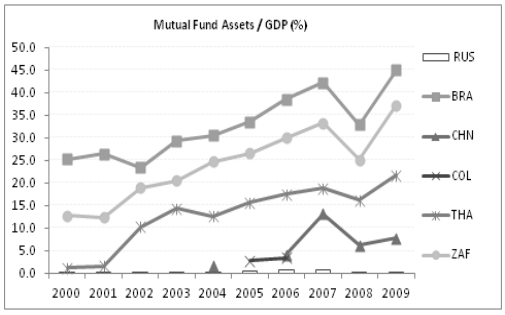
70. **Оптимальным способом достижения такого же положения дел в России является развитие конкурентной банковской системы.** Филиалы банков могут обеспечить идеальный канал для маркетинга фондов, как это делается во многих странах (например, в Германии). При этом, банки будут иметь репутационные стимулы продвигать только те фонды, которые являются надежными и оказывают качественные услуги – либо собственные, либо фонды других компаний по управлению активами с устойчивой репутацией.

63 Там же; Alexei Goriaev, "Mutual Funds: research project proposal," 2007/2008.
64 См. там же.

Вставка 4. Позиции России и Москвы относительно других стран по уровню развития индустрии инвестиционных фондов

На Рисунок 4 показано, в какой степени темпы роста одного из подсекторов индустрии инвестиционных фондов в России – взаимных инвестиционных фондов – отставали от темпов роста в сопоставимых странах. В последние годы отмечается относительно устойчивый рост в Бразилии, Китае, ЮАР и Таиланде.

Рисунок 4: Активы взаимных инвестиционных фондов, % ВВП[65]



c. Пенсионные фонды

71. **В рамках пенсионной реформы, которая была начата в 2002 году, существующая солидарная распределительная система пенсионного обеспечения заменена на трехуровневую систему по модели Швеции.** Первый уровень представляет собой сокращенную базовую солидарную пенсию; второй уровень представлен обязательным условно-накопительным планом и третий уровень является добровольным, дополнительным накопительным пенсионным планом. Второй и третий уровни открывают новые возможности для частных управляющих активами и пенсионных планов.[66] Управление вторым уровнем пенсионной системы осуществляет Пенсионный фонд России (ПФР), который отвечает за сбор взносов. Плательщику взносов предоставлены три варианта в отношении пенсионного счета: (а) оставить его в ПФР, который затем инвестирует средства в фонд, управление которым осуществляет государственный банк развития, Внешэкономбанк (ВЭБ); (б) оставить его в ПФР, но с требованием о том, чтобы управление средствами осуществлялось правомочным частным субъектом по управлению активами; (с) перевести его в правомочный негосударственный пенсионный фонд.

72. **По состоянию на конец 2009 года, насчитывалось около 50 миллионов плательщиков взносов; сумма средств на их счетах составляла около 570 миллиардов рублей.** Примерно 85% плательщиков взносов имели счета в ВЭБ, около 10% передали их субъектам по управлению активами и 5% разместили счета в

65 World Bank, "FinStats", World Bank, 2011.

66 Там же; and Rudolph, H. P. and P. Holtzer (2010). Challenges of the Mandatory Funded Pension System in the Russian Federation, Private and Financial Sector Development, Europe and Central Asia Region, The World Bank.

негосударственных пенсионных фондах. Что касается активов, 84%, 3% и 13% находились в управлении, соответственно, ВЭБ, субъектов по управлению активами и негосударственных пенсионных фондов.[67] К концу 2005 года пенсионные планы третьего уровня имели около 6 миллионов плательщиков взносов. К концу 2009 года объем средств на счетах возрос примерно до 669 миллиардов рублей.[68] Практически все эти планы финансировались нанимателями, поскольку предусмотрены значительные налоговые санкции за неуплату взносов нанимателем.

73. **Действуют ограничения по размещению средств второго уровня.** Любая часть средств может быть инвестирована в государственные облигации, до 40% - в субсуверенные облигации и небольшие суммы могут быть вложены в корпоративные облигации и акции (лимиты постепенно увеличиваются). До конца 2009 года ВЭБ был обязан инвестировать исключительно в государственные облигации. Впоследствии ему было предоставлено право направлять определенный объем инвестиций в другие активы. В конце 2010 года 30% активов негосударственных пенсионных фондов были размещены в банковских депозитах, 30% - в обязательствах других финансовых организаций (преимущественно инвестиционных фондов) и примерно по 20% - в государственных и корпоративных облигациях и акциях.[69]

74. **Несмотря на значительное развитие частных пенсионных фондов с 2002 года, большая часть их потенциального вклада в развитие рынка капитала остается неиспользованной.** Большинство средств второго уровня пенсионной системы продолжают оставаться в распоряжении ПФР/ВЭБ. Большинство средств третьего уровня обеспечиваются за счет пенсионных планов крупных компаний, где около 30% активов реинвестируется в сами компании.[70] Розничный рынок, который напрямую обслуживает физических лиц, практически отсутствует. В развитых странах, и даже в странах с переходной экономикой, таких как Польша, Словакия, Литва, Хорватия и Болгария, такие индивидуальные пенсионные планы являются значимым источников средств для рынка капитала. Для развития розничного рынка также требуется изменение правил налогообложения с целью устранения существующего налогового режима, не благоприятствующего личным пенсионным сбережениям. Также необходимо наличие инвестиционных механизмов, которые являются безопасными и обеспечивают приемлемую доходность.

75. **Если банковский сектор и инвестиционные фонды будут развиваться по предложенному пути, они неизбежно обеспечат такие механизмы и их активное продвижение на рынке.** Аналогично, если бы рынки облигаций (включая рынок

---

67 Rudolph and Holtzer, там же

68 Активы негосударственных пенсионных фондов составляли 743 миллиарда рублей (МВФ). Из них, средства второго уровня пенсионной системы составляли около 74 миллиардов рублей (там же).

69 Bank of Russia Pension Fund Balance Sheet, 2010.

70 Noel, Kantur, Krasnov and Rutledge, Op. cit.

суверенных облигаций) осуществляли больше выпусков на долгосрочном сегменте кривой дохода, как будет рассмотрено ниже, это помогло бы пенсионным фондам в размещении активов, которые более тесно привязаны к срокам погашения и выплате пенсионных обязательств.

d. Страховые компании

76. **В развитых странах компании, осуществляющие страхование жизни, являются важными посредническими структурами, направляющими средства населения на рынок капитала.** Многие формы страхования жизни – например, "пожизненное страхование" – объединяют чисто страхование жизни с элементом сбережений различными способами. Это создает значительный пул средств, которые компании, осуществляющие страхование жизни, могут использовать для долгосрочных инвестиций. Компании, осуществляющие страхование ответственности (не страхование жизни), также являются финансовыми посредниками. Однако, их политика не предусматривает элемента сбережений, и они в большей степени нуждаются в ликвидности: как следствие, они играют менее значимую роль в качестве долгосрочных институциональных инвесторов.

77. **Страховая индустрия в России является достаточно небольшой, и страхование жизни практически отсутствует.** В 2010 году общий объем активов составил около 960 миллиардов рублей; при этом на долю страхования жизни приходилось менее 2% (по сравнению со среднемировым показателем, составляющим около 50%).[71] Тем не менее, в стране функционируют около 700 страховых компаний. Ожидается, что увеличение размера минимального требуемого капитала в 2012 году приведет к значительному уменьшению их численности. Договора страхования заключаются с юридическими лицами напрямую и с населением через систему страховых агентов.

78. **Страховой сектор имеет неудовлетворительный послужной список в России.** В 1990-х годах имели место значительная нестабильность и огромное количеств случаев банкротств и мошенничества. Кроме того, до ужесточения налогового законодательства в 2007 году, большую часть последующей деятельности в секторе – особенно среди компаний по страхованию жизни – составляли вовсе не страховые услуги, а операции, осуществляемые для того, чтобы избежать уплаты налогов и сокрыть денежные потоки. Например, по оценкам ОЭСР, в 2003 году лишь 30 из 100 крупнейших страховых компаний фактически занимались страхованием жизни, и лишь две из них продавали страховые полисы частным лицам.[72] С ужесточением налогового законодательства, взносы на страхование жизни практически приостановились. В последующие годы началось медленное восстановление, которому способствовало расширение практики

71 IMF and World Bank, "Insurance Sector Development and the Insurance Core Principles," FSAP Update, IMF and World Bank, 2008.

72 Mariska MD and Manson TB, "Reforming the Insurance Market in Russia" Policy Issues in Insurance No. 10, OECD, 2005.

предъявления к заемщикам по ипотечным кредитам требования об оформлении полисов по страхованию жизни.

79. **Рост индустрии, особенно страхования жизни, до нормальных масштабов зависит от восстановления доверия населения.** Доверие особенно важно для страхования жизни, поскольку оно предполагает долгосрочные обязательства. Есть два фактора, которые могут потенциально повысить доверие – масштаб и иностранная собственность. Масштаб имеет значение по причине репутационной экономики масштаба: крупная компания понесет гораздо большие потери в результате действий, подрывающих ее репутацию. Иностранная собственность может помочь по аналогичной причине: объем деятельности иностранной страховой компании на российском рынке может быть невелик, однако в мировом масштабе ее операции обычно значительны. Поскольку репутация есть неделимое понятие, проблемы в российском сегменте бизнеса могут подорвать доверие к компании в остальных регионах мира.

80. **Сохраняются значительные барьеры для вхождения на рынок и деятельности иностранных страховщиков**. Такие барьеры должны быть устранены.[73] Свободное вхождение на рынок усиливает конкуренцию в секторе, приводя к консолидации в более крупные отечественные страховые компании. Сектор также испытывает недостаток квалифицированных специалистов, особенно в сфере актуарной деятельности, бухгалтерского учета и аудита и страхового законодательства.[74] Проблему кадрового дефицита можно решить путем устранения барьеров для привлечения иностранных специалистов в этих областях.

81. **Еще одним препятствием для роста сектора является недостаточность маркетинговых каналов, особенно для населения.** В настоящее время для страхования жизни приходится использовать неудовлетворительную систему независимых страховых агентов.[75] Развитие конкурентного банковского сектора с разветвленной сетью филиалов могло бы стать действенным решением. Реализация страховых продуктов банками - “bankassurance” - широко распространена в странах Западной Европы. Безусловно, это также поможет решить проблему доверия, поскольку продажа некачественных страховых продуктов может повредить репутации банка.

73 IMF and World Bank, “Insurance Sector Development and the Insurance Core Principles”, FSAP Update, IMF and World Bank, 2008.

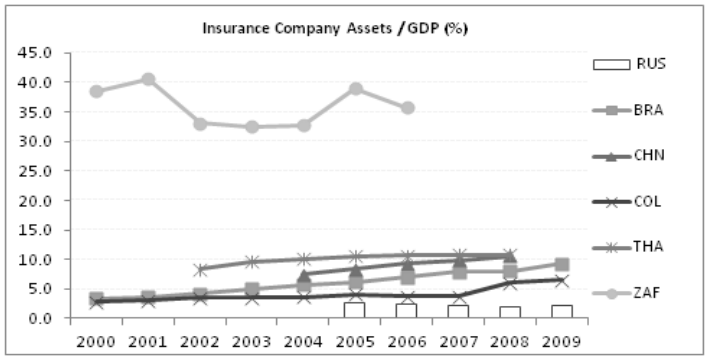
74 IMF and World Bank, “Insurance Sector Development and the Insurance Core Principles”, FSAP Update, IMF and World Bank, 2008.

75 Mariska MD and Manson TB, “Reforming the Insurance Market in Russia” Policy Issues in Insurance No. 10, OECD, 2005.

Вставка 5. Позиции России и Москвы по уровню развития индустрии страхования в сопоставлении с другими странами

Небольшой масштаб индустрии страхования в России особенно выделяется на фоне сопоставимых стран. В %ном отношении к ВВП, Россия уступает Колумбии и Бразилии и намного отстает от таких стран, как ЮАР.

Рисунок 5. Активы страховых компаний, % ВВП[76]



Часть IV. Частные банки и рынки частных акций

82. *Резюме: В данном разделе анализируется роль частных банков и частных акционерных фондов и инвестиций. Обсуждается потенциал рынка частных банковских услуг для направления средств российских инвесторов на рынки капитала. Что касается сферы частных акций, рассматриваются возможности в сфере венчурного капитала, а также формы частного партнерства для развития этого рынка, и роль государства на этом сегменте рынка в настоящее время.*

a. Частные банки и хеджинговые фонды

83. **Состоятельные граждане всегда являются основным источником средств для рынка капитала.** В России имеется значительный класс состоятельных граждан, общий объем активов которых в 2010 году оценивался в 10 триллионов рублей; примерно 101 россиянин входит в число миллиардеров мира по списку Forbes.[77] Частные банки существуют для того, чтобы управлять активами состоятельных граждан. Однако, как представляется, частные банки – даже банки Москвы – инвестируют средства своих клиентов за рубежом. Однако, часть этих средств возвращаются в Россию в качестве составляющей иностранных институциональных инвестиций.

76 World Bank, "FinStats", World Bank, 2011.

77 Sherstnev, Abramov and Polezhaev, "The Next Russian Revolution", *The Atlantic*, October, 2011.

84. **Хеджинговые фонды являются еще одним инвестиционным инструментом для состоятельных граждан (и организаций) и играют важную роль на рынках капитала.** Предполагалось, что хеджинговые фонды будут разрешены в России в 2008 году для квалифицированных (состоятельных) инвесторов. Однако, ожидалось, что большинство активов хеджинговых фондов, работающих с российскими ценными бумагами и обслуживающих как иностранных, так и российских граждан, хранящих средства за рубежом, останутся в распоряжении хеджинговых фондов, расположенных за пределами территории России.[78]

b. Частные акции

85. **Частные акции могут являться важным компонентом рынка капитала.** В частности, выход из частного акционерного капитала может стать значимым источником IPO и новых котировок небольших компаний для бирж, таких как NASDAQ. Частный акционерный капитал особенно чувствителен к качеству бизнес-среды, поэтому в этой сфере отмечается низкая активность. За последние три года Россия привлекла лишь 1,4 миллиарда иностранного частного акционерного капитала по сравнению с 15 миллиардами долларов в Индии и 5 миллиардами в Бразилии (при этом, условия для ведения бизнеса не являются образцовыми ни в одной из этих стран).[79] Частные акции отечественного частного сектора крайне незначительны: в 2010 году было зарегистрировано около 80 фондов венчурного капитала, но лишь 25 фондов осуществляли сделки, и некоторые из них работали за пределами России.[80] Практически полностью отсутствуют другие формы частного акционирования, такие как фонды, осуществляющие выкуп контрольного пакета акций за счет кредита, и фонды, предоставляющие средства на развитие производства.

86. **Безусловно, бизнес-среда не является препятствием для самого государства.** Как следствие, практически вся деятельность в сфере частных акций осуществляется государством или в партнерстве с государством. В 2006 году государство учредило Российскую венчурную компанию в качестве фонда средств. В 2007 году создано Роснано для финансирования программ в сфере высоких технологий.[81] В марте 2011 года объявлено о создании частного акционерного фонда в объеме 10 миллиардов долларов в партнерстве с иностранными инвесторами.[82] Правительство также планирует инвестировать около 6,6 миллиарда долларов в новый инкубатор высоких технологий в Сколково, который, в конечном итоге, планируется сделать центром для работы почти 15,000 ученых и предпринимателей.[83]

---

78 RosBusinessConsulting,"Hedge Funds to get Green Light in Russia", RosBusinessConsulting

79 Chassany A-S, Corcoran J, "Russia: Still the Wild West for Private Equity", *Business Week*, April 28 2011.

80 Economist Intelligence Unit, *Country Finance: Russia*, Economist Intelligence Unit, 2011.

81 Economist Intelligence Unit, *Country Finance: Russia*, Economist Intelligence Unit, 2011.

82 Chassany A-S, Corcoran J, "Russia: Still the Wild West for Private Equity", *Business Week*, April 28 2011.

83 "The Next Russian Revolution", *The Atlantic*, October, 2011, Op. cit.

87. **Одним из правовых препятствия для частных акционерных фондов является отсутствие приемлемой организационной формы.** Большинство частных акционерных фондов учреждаются как товарищества с ограниченной ответственностью. Подобный механизм в России отсутствует, и частные акционерные фонды должны использовать тот же правовой механизм, что и инвестиционные фонды закрытого типа. Однако, в августе 2011 года правительство внесло в Государственную Думу новый законопроект, предусматривающий создание "инвестиционных товариществ " и "хозяйственных товариществ", которые имеют определенное сходство с товариществом с ограниченной ответственностью.[84] Но даже при этом, государство, вероятно, сохранит за собой сферу частного акционерного капитала в течение определенного периода времени. Это вызывает сожаление, поскольку правительства, как правило, не имеют хорошего послужного списка в качестве инвесторов в частные акции.[85]

Часть V. Рынки капитала: глубина, функции, ликвидность и инновации

88. *Резюме: В данном разделе рассматривается целый ряд вопросов, связанных с рынком капитала и его сегментами. Вначале обсуждаются состав и структура рынка и недавние инициативы о слиянии фондовых бирж. Анализируются регуляторные и надзорные стандарты на основе IOSCO в России. Затем обсуждаются рынки акций и ограничения при установлении цен компаний. Обсуждается значение параметров собственности и контроля компаний в России для определения цены. В этом контексте рассматривается роль слияний и поглощений на рынке, а также роль внебиржевого рынка, функции депозитных расписок и вопросы начала деятельности компаний. Также анализируются позиции России по уровню развития рынков капитала относительно сопоставимых стран. Затем обсуждается роль рынков производных инструментов, государственных долговых обязательств и частных облигаций, а также взаимосвязь с нормами бухгалтерского учета и функцией кредитных агентств. Рассматриваются вопросы секьюритизации активов, включая правовые и регуляторные барьеры. В разделе анализируется развитие денежных рынков и роль валютных рынков. Затрагиваются проблемы регуляторной стратегии, в том числе деятельность саморегулирующихся организаций, функции отделов обработки документации, вопросы регистрации ценных бумаг, режим залога, собственники-бенефициары и раскрытие информации. Обсуждаются вопросы инсайдерской торговли и анализируются регуляторные методики, а также затрагиваются проблемы защиты инвесторов, роли финансовой отчетности и некоторые аспекты, касающиеся требований к листингу ценных бумаг.*

84 ICLC, *Russian Survey No. 3*, ICLC, August 2011, http://www.iclcgroup.com/russian-survey.

85 Lerner, J. (2009). Boulevard of broken dreams: why public efforts to boost entrepreneurship and venture capital have failed--and what to do about it. Princeton, Princeton University Press.

89. **В следующих разделах Отчета рассматриваются финансовые рынки как таковые. Анализируется институциональная структура финансовых рынков, рынков акций, долговых обязательств, иностранной валюты и производных инструментов, а также регулирование финансового рынка.** В контексте финансовой системы одни и те же вопросы применимы к финансовым рынкам/рынкам капитала: к услугам финансовых рынков прибегают преимущественно и нетипично небольшое число крупных компаний (представляющих энергетический сектор, добывающую отрасль, банковский сектор и сектор коммуникаций);[86] при этом, как элементы структуры рынка, так и пользователи услуг финансовых рынков, в основном, находятся в собственности или контролируются государством или связаны с ним.[87]

Структура рынка

90. **Примерно 60 бирж имеют лицензии, из которых реально осуществляют деятельность менее десяти.**[88] Крупнейшей биржей является ММВБ, на долю которой приходится 90% организованной торговли ценными бумагами; оставшаяся часть приходится на РТС. ММВБ начинала работать как валютная биржа и затем расширила сферу деятельности с включением операций с государственными ценными бумагами, корпоративными облигациями и акциями. ММВБ принадлежит группе крупнейших банков, большинство из которых являются государственными (в том числе Центробанк России). РТС начинала деятельность в качестве внебиржевого рынка и впоследствии стала биржей. РТС находится в собственности группы крупных брокеров-дилеров. В Таблице 7 показано распределение ценных бумаг между ММВБ и РТС в период 2005-2009 гг.

86 На долю примерно десяти эмитентов приходится около 80% рынка, Sherstnev, Op. cit.

87 Kuznetsov, A., O. Kuznetsova and Y. Mirkin (March 2011). The Russian Capital Market: The First 20 Years. Lancashire Business School Working Paper Volume 2, Number 3, University of Central Lancashire.

88 Подробное описание приведено в работе Noel, Kantur, Krasnov, Rutledge.

Таблица 7: Общее количество ценных бумаг, котируемых на конец года[89]

Биржа	2006	2007	2008	2009	2010
Московская межбанковская фондовая биржа					
Общее число котируемых ценных бумаг	221	387	485	450	541
Долговые ценные бумаги	156	264	341	317	386
Краткосрочные ценные бумаги	0	0	0	11	1
Облигации	156	264	341	306	385
Частные акции	65	96	144	133	145
РТС					
Общее число котируемых ценных бумаг	412	598	531	501	465
Долговые ценные бумаги	4	152	129	94	61
Облигации	4	152	129	94	61
Частные акции	408	446	402	407	361
Другие					43

91. **В феврале 2011 года две крупнейшие биржи объявили о слиянии, которое должно быть завершено к 2013 году.**[90] Государство содействовало процессу слияния, и контрольный пакет новой объединенной биржи будет принадлежать государственным банкам (хотя Правительство заявило о том, что Центральный банк продаст свою долю).[91] Результатом слияния станет унификация и упрощение регламентов и процедур, повышение эффективности торговых площадок, клиринга и расчетов, а также некоторое улучшение рыночной ликвидности (хотя только незначительное, поскольку две биржи осуществляют торговлю, преимущественно, различными инструментами).[92] Высказываются опасения по поводу ослабления конкуренции на внутреннем рынке, которая в прошлом являлась главным источником инноваций, особенно в части внедрения новых продуктов. Однако, что более важно, конкуренция с мировыми финансовыми центрами сохранится.

89 Bank for International Settlements, *Statistics on Payment and Settlement Systems in the CPSS Countries*, Bank for International Settlements, 2011, p 271.

90 Подробная информация представлена в работе "Stock Markets Integration", September 2011 на сайте http://www.exchange-integration.ru/en/

91 *The Trade News*, "RTS-MICEX Merger will Streamline Foreign Access to Russia", February 10 2011.

92 FOW, "Country focus: A New Dawn for Russian Derivatives?", *FOW*, September 2 2011.

92. **Инфраструктура рынка, т.е. торговые системы и системы клиринга и расчетов достаточно развиты в технологическом плане, но являются крайне разрозненными.**[93] Такая фрагментация существенно увеличивает транзакционные издержки, что является одной из причин, почему значительный объем торговли российскими инструментами в настоящее время происходит на торговых площадках мировых центров.[94] Слияние ММВБ и РТС обеспечит консолидацию инфраструктуры с соответствующим снижением транзакционных издержек, что сделает отечественные финансовые рынки более конкурентоспособными для российского бизнеса по сравнению в мировыми центрами.[95] К сожалению, слияние не улучшит ситуацию с регистрацией собственности на ценные бумаги. В теперешнем состоянии система является обременительной и медленной и ослабляет эффективность расчетов.[96] Присутствует определенное неприятие рационализации со стороны компаний, поскольку действующие собственники могут манипулировать существующей системой для противодействия поглощению компаний путем скупки акций на рынке.[97]

93. **Насчитывается свыше тысячи компаний, работающих с ценными бумагами (брокеры-дилеры и/или инвестиционные банки), но большинство из них являются достаточно небольшими.**[98] Все двадцать крупнейших компаний являются отечественными; многие из них являются дочерними компаниями крупных государственных банков. Сбербанк недавно приобрел компанию «Тройка Диалог», являющуюся крупнейшей независимой компанией по работе с ценными бумагами; ВТБ-Капитал становится доминирующим игроком в сфере инвестиционного банкинга. Как показано в Таблице 8, банки отстают от всех других секторов по числу участников на ММВБ и РТС. Большинство серьезных международных компаний, занимающихся ценными бумагами, имеют присутствие в Москве, но ни одна из них не входит в первую двадцатку.[99]

93 Подробная информация представлена в работе Noel, Kantur, Krasnov and Rutledge, p40 et seq., op. cit.

94 IMF and World Bank, "Financial Sector Assessment: Russian Federation", IMF and World Bank, 2008

95 See "Stock Markets Integration" reference above.

96 Economist Intelligence Unit, *Country Finance: Russia*, Economist Intelligence Unit, 2011.

97 "The long road to an international financial centre," February 21, 2011, *RT.com*, http://rt.com/business/news/moscow-international-financial-centre

98 Noel, Kantur, p. 48, Op cit.

99 Economist Intelligence Unit, *Country Finance: Russia*, Economist Intelligence Unit, 2011.

Таблица 8. Количество участников бирж и торговых систем России[100]

Биржа	2006	2007	2008	2009	2010
ММВБ					
Общее число участников	341	349	296	300	346
Банки	261	268	257	267	273
Другие	79	80	38	32	72
Количество иностранных участников	0	0		0	0
Фондовая биржа ММВБ					
Общее число участников	555	633	669	654	649
Банки	319	347	355	350	363
Другие	236	286	313	303	285
Количество иностранных участников	0	0	0	0	0
РТС					
Общее число участников	188	245	251	227	231
Банки	65	87	93	87	90
Другие	123	158	158	140	141
Количество иностранных участников	0	0	0	0	0

100 Банк для международных расчетов, статистики платежных и расчетных систем в странах CPSS, Банк для международных расчетов, 2011 г. В статистике "участник" определяется как "…юридическое лицо, которое может подавать заявки (на покупку и продажу) в торговую систему от собственного имени или от имени своих клиентов." В отличие от иностранного участника, отечественный участник определяется как "любой участник, расположенный на территории страны охвата торговой системы…".

Вставка 6. Регулирование в сфере ценных бумаг в России по оценке IOSCO

В апреле 2011 года Международный валютный фонд (МВФ) и Всемирный банк подготовили оценку реализации в России принципов регулирования ценных бумаг в соответствии с рекомендациями Международной организации комиссий по ценным бумагам (IOSCO).[101] Данные принципы предназначены для определения направлений развития национальной системы регулирования рынка ценных бумаг и измерения прогресса относительно идеальных стандартов.

По результатам оценки МВФ отметил улучшение ситуации в плане полномочий регулятора, однако заявил, что положение дел может ухудшиться, если в ближайшее время не будут уточнены соответствующие функции Федеральной службы по финансовым рынкам (ФСФР) и Министерства финансов. МВФ также пришел к выводу о том, что ФСФР заинтересована в получении полномочий, которые позволят ей требовать от участников рынка членства в саморегулирующейся организации, и что это окажет положительный эффект, поскольку в настоящее время членство является добровольным, и лишь треть участников рынка являются членами саморегулирующейся организации.

МВФ и Всемирный банк заявили о том, что они удовлетворены новым законодательством, регулирующим вопросы злоупотреблений при осуществлении операций на рынке и инсайдерской торговли, но отметили необходимость его апробации. Что касается обмена информацией, было заявлено, что ФСФР достигла успехов в налаживании каналов взаимодействия с другими государственными органами по вопросам регулирования, но, при этом, сохраняется необходимость улучшений по некоторым направлениям.

Была подчеркнута необходимость осторожного регуляторного подхода при реализации новых правил по раскрытию информации о собственности на компании, равно как и необходимость сохранения контроля за формированием продуктов на рынке для коллективных инвестиционных схем. Была также отмечена важность всестороннего надзора при введении новых требований по размеру капитала и рассматриваемых процедур контроля за назначением временных управляющих несостоятельных компаний, а также требований о том, чтобы участники рынка осуществляли управление рисками.

Было также отмечено, что ФСФР в последнее время в состоянии осуществлять надзор за рынком ценных бумаг в режиме реального времени, но, при этом, ей необходимо нарабатывать опыт выявления и информирования о фактах подозрительного поведения. Было также заявлено о необходимости повторного рассмотрения ФСФР процедур листинга и допуска к торгам, а также других инфраструктурных вопросов в целях совершенствования отчетности по ценам. В целом, в отчете отмечено, что в России "частично" или "в целом" реализуются 24 из 30 принципов IOSCO.

101 International Monetary Fund, *Assessment of Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation*, International Monetary Fund, 2011.

a. Рынок акций

94. Для понимания российского рынка акций важно иметь общее понимание функции рынков акций.

95. **Рынки акций, как правило, играют лишь незначительную роль в мобилизации средств для инвестиций.**[102] Ввиду проблемы корпоративного управления, инвесторы требуют высокой ожидаемой доходности от предоставляемого долевого финансирования, что сделает его дорогостоящим источником средств. Как результат, компании финансируют большую часть своих инвестиций за счет внутренних средств; оставшаяся часть финансируется, главным образом, путем долговых обязательств. Исключением являются начинающие и стремительно растущие компании: они не располагают достаточными собственными средствами и могут сталкиваться с трудностями при заимствовании, и, поэтому, долевое финансирование может стать для них единственным вариантом. Однако, такие компании обычно не имеют прямого доступа на рынки государственных акций; им приходится рассчитывать на частные акции.

96. **Рынки акций скорее являются основными рынками для собственного капитала.**[103] Рынки для "промышленников" впервые приобрели значимость в конце 19-го века в Великобритании и США для стимулирования и финансирования консолидации индустрий, и они продолжают играть важную роль в слияниях, приобретениях и реструктуризации. В странах континентальной Европы рынки акций приобрели важное значение только в последние десятилетия, главным образом в качестве механизма приватизации государственных предприятий. Рынки акций могут играть важную роль в корпоративном управлении за счет стимулирования поглощения (смены собственника) неудовлетворительно управляемых компаний путем скупки акций на рынке. Рынки государственных акций могут обеспечивать частным акциям канал выхода через IPO, высвобождая капитал для новых инвестиций. Рынки акций также позволяют действующим собственникам отчуждать часть доли в компании, что, таким образом, обеспечивает им ликвидность.

97. **Будучи рынками для собственного капитала, рынки акций, безусловно, выполняют важную информационную функцию в установлении цены на акции различных компаний.** Большинство торговых операций происходит в ответ на новую информацию о результативности деятельности и перспективах компании, в том числе о потенциальной смене собственников. Подобные операции обеспечивают отражение всей соответствующей информации в рыночной цене акций компании. Такая рыночная цена, помимо прочих факторов, является индикатором эффективности работы руководства – с

---

102 Kohn, M. (2003). Financial Institutions and Markets, 2nd Edition. New York, Oxford University Press. Ch. 11.
103 Там же, Глава 15.

одной стороны сигналом для бонусов директорату и, с другой стороны, сигналом о поглощении компании путем скупки акций на рынке.

Ситуация в России

98. **Российский рынок акций отличается от рынков акций англоязычных стран общего права, которым в наиболее полной степени соответствует вышеприведенное описание.** Отличие состоит в доминировании сравнительно небольшого числа крупных компаний. Российский рынок отличается также и по модели собственности. Для англоязычных стран общего права характерна значительная степень рассредоточения собственности, причем частные лица редко владеют более, чем несколькими %ми в пакете акций. В России отмечается высокая концентрация собственности и контроля – зачастую в руках государства или тесно связанных с ним структур: как правило, порядка 60-65 % пакета акций принадлежит таким собственникам. Для рынков акций континентальной Европы также характерен более высокий уровень концентрации собственности, но Россия является исключительным случаем.

99. **Подобные различия имеют ряд последствий. Поскольку выпуск в свободное обращение является небольшим – по оценкам, 5-35% от общего пакета акций компании – российский рынок акций в гораздо меньшей степени является рынком для собственного капитала**. Поэтому, ему принадлежит гораздо меньшая роль в слияниях, приобретениях и реструктуризации.[104] Поскольку не возможно сформировать контрольный пакет за счет покупки на рынке открытого типа, поглощения путем скупки акций на рынке также не возможны. Аналогично, потенциальная роль рынка акций в приватизации незначительна, поскольку продажа акций государством, в целом, не предполагает его отказ от контроля.

100. **Рынок частных акций в России не достаточно развит, и то, что присутствует на данный момент, во многом является инициативой государства.** Как следствие, начинающие и расширяющие деятельность компании имеют ограниченный доступ к рынку акций в качестве источника финансирования инвестиций. Поскольку торгуемые на рынке акции не обеспечивают контроль, их стоимость должна быть ниже стоимости акций, обращаемых вне рынка крупными пакетами, обеспечивающими элемент контроля. Рынок акций служит, в основном, источником ликвидности для концентрированных собственников, являясь способом обналичивания части инвестиций без получения контроля.

101. **Еще одним фактором отличия российского рынка акций от рынка англоязычных стран общего права, является то, что российские компании**

---

104 Истинное соотношение оценить сложно, поскольку отсутствует законодательное определение бенефициарной собственности и, следовательно не возможно точно измерить опосредованную собственность контролирующих акционеров (см. документ МВФ и Всемирного банка “Оценка финансового сектора Российской Федерации ”, IMF and World Bank, 2008).

обнародуют достаточно ограниченный объем информации. Отсутствие прозрачности означает, что цены акций, особенно акций компаний энергетического сектора и добывающей отрасли, на долю которых приходится наибольший объем торговли, будут определяться новостями о ценах на сырье, нежели новостями о самих компаниях. Вследствие этого, иностранные институциональные инвесторы могут рассматриваться эти акции преимущественно в качестве сырьевых игр.

Листинг и капитализация рынка

102. **Общая капитализация котируемых компаний стремительно увеличилась со 124 миллиардов долларов (36% ВВП) в 2002 году до пикового уровня в 1,503 миллиарда долларов (116% ВВП) в 2007 году.** Затем произошло резкое снижение в 2008 году в результате финансового кризиса с последующим восстановлением до примерно 1,000 миллиарда долларов (68% ВВП) в 2010 году.[105] Крупнейшие компании обычно котируются на рынках акций в мировых финансовых центрах в форме американских депозитных расписок (ADR), глобальных депозитных расписок (GDR) и специализированных дочерних фирм (SPV). Однако, листинг небольших эмитентов сдерживается множеством этапов, которые должны пройти эмитенты, а также тем фактом, что в отличие от других рынков, им зачастую приходится регистрировать проспекты.

103. **Стремительный рост капитализации рынка во многом стал результатом повышения цен, но также и резким увеличением (с начала 2005 года) числа листингов.** Их количество увеличилось с 215 в 2004 году до 345 в 2010 году.[106] Такое увеличение частично является результатом новых правил, предусматривающих требование о том, что российские компании должны размещать не менее 30% акций любых новых выпусков, а также устанавливающие лимит в 35% на общий объем размещения за рубежом.[107]

105 См. http://www.indexmundi.com/facts/russia/market-capitalization-of-listed-companies. Общая сумма не включает котируемые инвестиционные фонды закрытого типа.

106 См. http://www.indexmundi.com/facts/russia/market-capitalization-of-listed-companies.

107 Документ МВФ и Всемирного банка "Оценка финансового сектора Российской Федерации ", IMF and World Bank, 2008. Новые правила стали результатом смещения объемов торговли с отечественных бирж на мировые биржи: доля отечественных бирж снизилась с около 60% в 2003 году до 30% в 2004 году (Noel, Kantur). Глава ФСФР недавно заявил о том, что эта норма вряд ли будет отменена до 2013 года (см. Amos H, "Setback for Firms Listing Abroad," *The Moscow Times*, 11th November 2011

Вставка 7. Позиции России по листингу и капитализации рынка относительно сопоставимых стран

По количеству компаний, торгуемых на ее фондовых рынках, Россия отстает от сопоставимых стран. Как видно из Рисунка 6, в последние годы в Китае неуклонно увеличивается число компаний, котируемых на биржах страны. В конце 2000-х годов действительно отмечался рост российского рынка, но Россия продолжает отставать от всех сопоставимых стран, за исключением Колумбии. Аналогичная ситуация прослеживается на

Рисунок **7** по ММВБ. ММВБ имеет наименьшее число котируемых компаний по сравнению с ведущими биржами мира.

Рисунок 6. Количество котируемых компаний в России и сопоставимых странах[108]

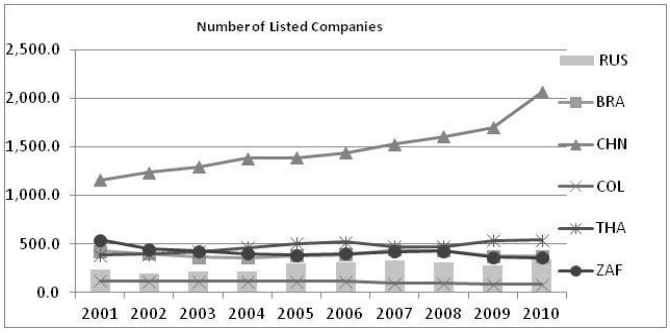
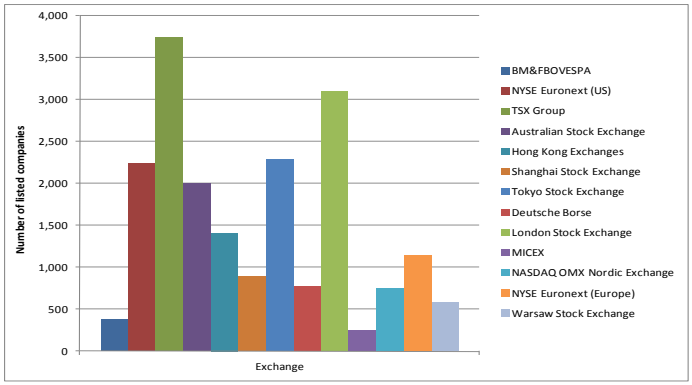


Рисунок 7. Количество котируемых компаний на ММВБ в сопоставлении с ведущими биржами в 2010 году[109]



Примечание: Столбцы слева направо соответствуют названиям бирж сверху вниз.

104. **По капитализации российских фондовых рынков как % ВВП, на протяжении 2000-х годов показатели роста в России были сравнимы с показателями**

108 World Bank, "FinStats", World Bank, 2011.

109 World Federation of Exchanges, 2011. Данные по Лондонской фондовой бирже приведены по состоянию на конец 2008.

сопоставимых стран. Как показано на Рисунке 8, к 2009 году позиции России были сопоставимы с Бразилией, Колумбией и Таиландом, но уступали Китаю и были существенно ниже процентного соотношения, достигнутого в ЮАР. Из Рисунка 9 видно, что по сравнению с ведущими биржами мира, ММВБ имеет более низкие показатели, чем у всех других бирж, за исключением Варшавской фондовой биржи.

Рисунок 8. Капитализация фондового рынка как % ВВП в России по сравнению с сопоставимыми странами в 2000-2010 годах[110]

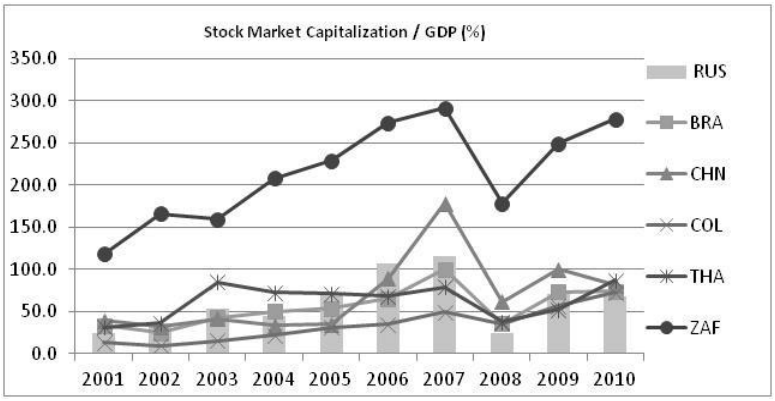
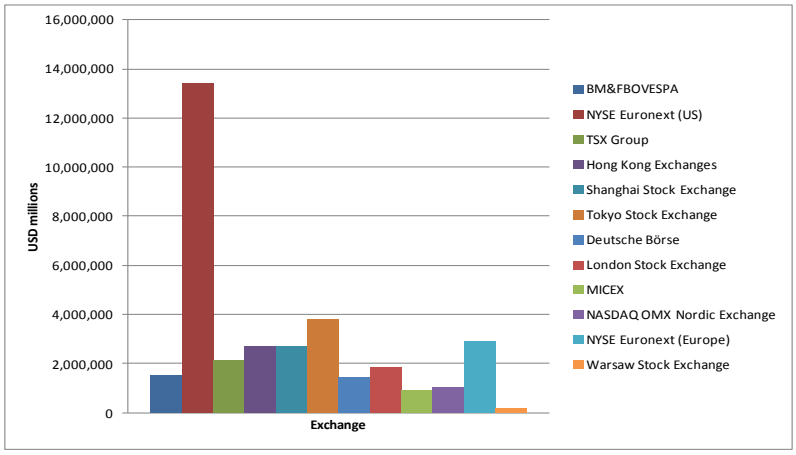


Рисунок 9. Капитализация фондового рынка ММВБ по сравнению с ведущими финансовыми центрами в 2010 году[111]



Примечание: Столбцы слева направо соответствуют названиям бирж сверху вниз.

105. **Однако, как можно ожидать от экономики, для которой характерно наличие множества компаний в добывающей промышленности и высокая степень участия государства, фондовые рынки России демонстрируют высокую степень**

110 World Bank, "FinStats", World Bank, 2011.

111 World Federation of Exchanges, 2011.

капитализации рынка в нескольких компаниях. На Рисунке 10 показано, что только в Колумбии отмечается более высокая степень концентрации капитализации в десяти крупнейших котируемых компаний среди сопоставимых стран. *Снижающаяся* степень концентрации в Китае является примером привлечения на рынок капитала большего количества компаний для листинга, что выравнивает распределение компаний по размерам на биржах. Данные по ММВБ отражают ту же ситуацию: на Рисунке 11 показана наивысшая степень капитализации в десяти крупнейших компаниях по сравнению с ведущими мировыми и региональными биржами.

Рисунок 10. Капитализация рынка десяти крупнейших компаний в России относительно сопоставимых стран[112]

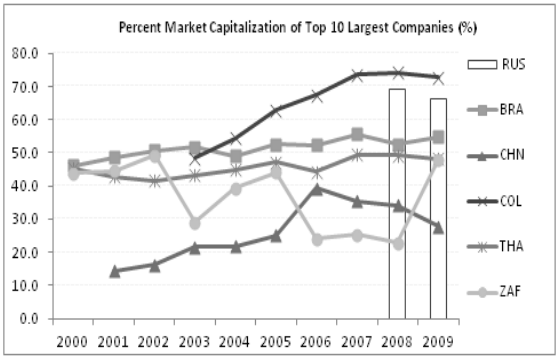
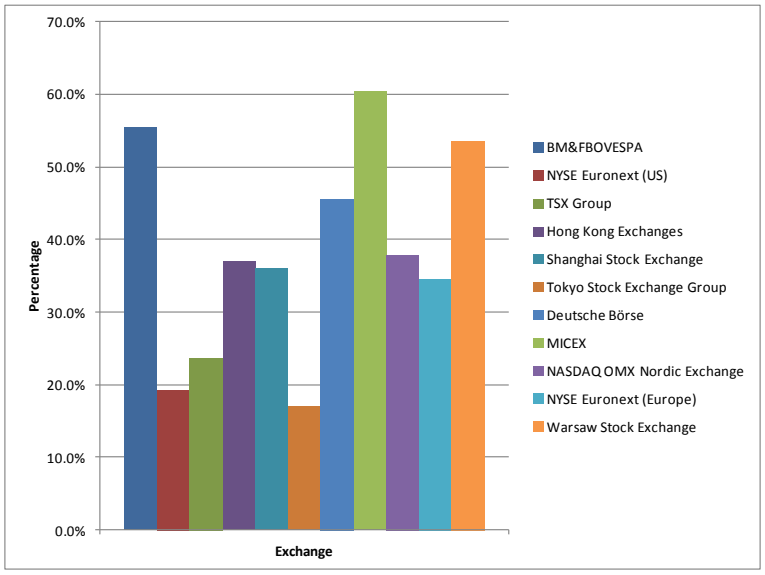


Рисунок 11. Капитализация рынка десяти крупнейших компаний на ММВБ по сравнению с ведущими биржами в 2010 году[113]



Примечание: Столбцы слева направо соответствуют названиям бирж сверху вниз.

112 World Bank, "FinStats", World Bank, 2011.

113 World Federation of Exchanges, 2011.

Объем торгов

106. **Оборот является сравнительно низким, как и на других формирующихся рынках.** Годовой объем торгов колебался в диапазоне 35-65% общей капитализации рынка в период 2002-2008 годов и увеличился до примерно 100% в 2009 и 2010 годах.[114] Однако, есть проблемы со статистикой объема торгов.[115] ММВБ, на долю которой приходится 90% от общего объема торговли, включает в данные объем сделок РЕПО.[116] Фактически, эти транзакции не являются торговлей в том смысле, что они не вносят вклад в ликвидность или открытие цены. Однако, они могут составлять до 50-60% от отражаемого общего объема. С другой стороны, значительный объем торговли акциями имеет место на внебиржевом рынке: отчетность по этим операциям является добровольной и, поэтому, достоверные данные отсутствуют. Тем не менее, объем торговли на внебиржевом рынке может быть сопоставимым или даже превышать объемы торгов на биржах.

107. **Большинство торговых операций на биржах сконцентрировано в акциях десяти крупнейших компаний.** Поскольку мировые рынки являются более ликвидными и сопряжены с меньшими транзакционными издержками, не удивительно, что они играют ведущую роль в открытии цен, и что большинство торговых операций в Москве является скупкой и продажей ценных бумаг для покрытия разрыва между ценами на местном рынке и ценами мировых рынков. Акции многих менее крупных компаний торгуются нерегулярно и, поэтому, относительно неликвидны.

Позиции России по объемам торговли в сопоставлении с другими странами

108. **Как можно ожидать от растущего рынка, Китай имеет гораздо более высокий показатель оборота на фондовом рынке по сравнению с другими сопоставимыми странами.** Тем не менее, показатели России не выглядят слабыми (хотя это может объясняться включением данных по сделкам РЕПО в цифры ММВБ, как отмечено выше). Начиная с 2006 года позиции России неизменно соответствуют позициям Бразилии, Таиланда и ЮАР по показателю глубины рынка. Однако, ведущая российская биржа ММВБ все еще серьезно уступает мировым биржам. По масштабу ММВБ сопоставима только с BM&FBOVESPA и NASDAQ OMX Nordic Exchange и намного отстает от других региональных бирж, таких как биржа Торонто. Торговля на ММВБ также характеризуется высокой концентрацией в акциях крупнейших компаний (Рисунки 12-14).

114 См. http://www.indexmundi.com/facts/russia/market-capitalization-of-listed-companies.

115 Документ МВФ и Всемирного банка “Оценка финансового сектора Российской Федерации ”, IMF and World Bank, 2008.

116 Репо является краткосрочным займом денежного рынка под залог ценных бумаг: формально, это продажа ценных бумаг с соглашением об обратной покупке в более позднюю дату по предварительно установленной более высокой цене.

Рисунок 12. Показатели оборота фондового рынка в России и сопоставимых странах[117]

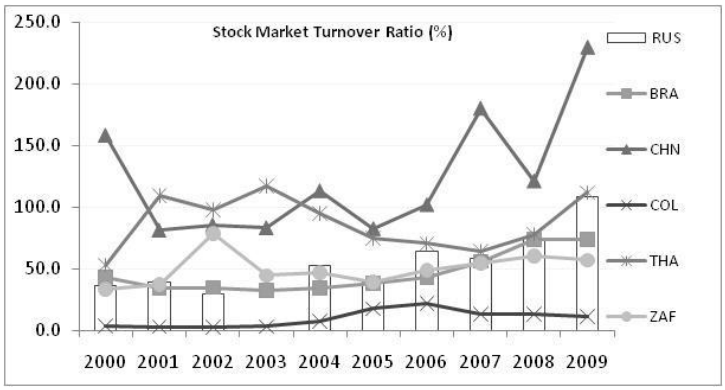
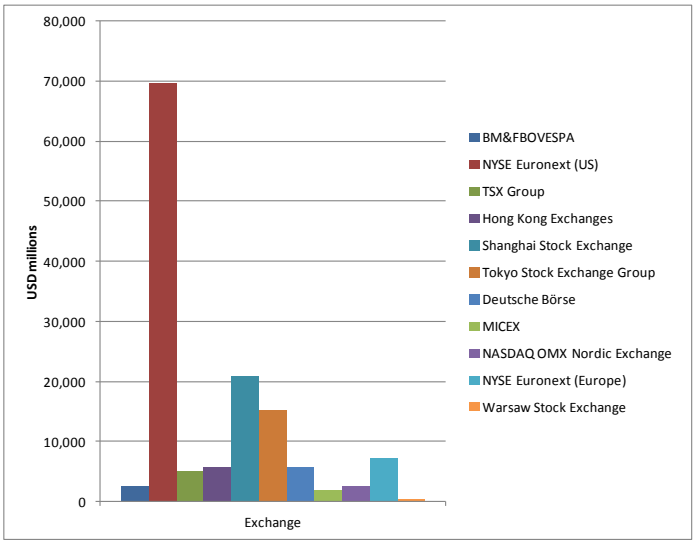


Рисунок 12b. Объем среднедневного оборота рынка акций (млн. долларов) на ММВБ в сопоставлении с биржами финансовых центров в 2010 году[118]

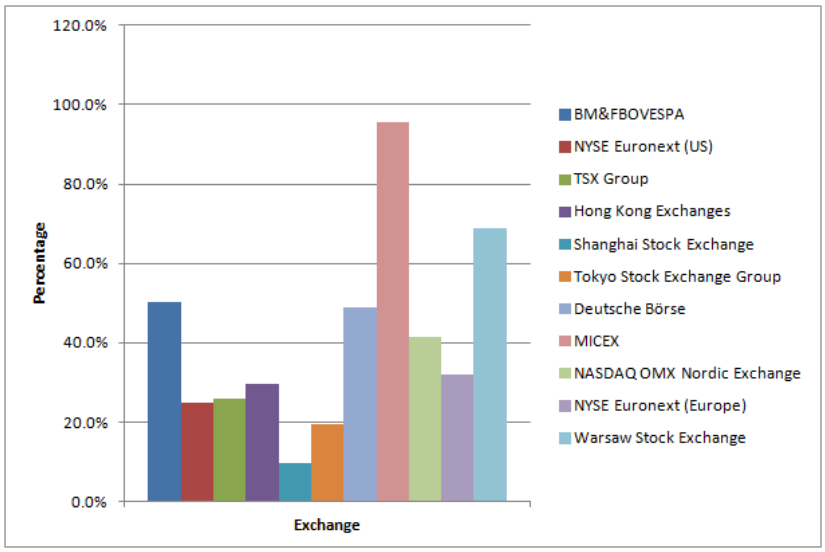


Примечание: Столбцы слева направо соответствуют названиям бирж сверху вниз.

117 World Bank, "FinStats", World Bank, 2011.

118 World Federation of Exchanges, 2011.

Рисунок 13. %ное соотношение оборота акций десяти крупнейших компаний по капитализации рынка в совокупном обороте рынка[119]



Примечание: Столбцы слева направо соответствуют названиям бирж сверху вниз.

Внебиржевой рынок

109. **Как минимум часть торговли на внебиржевом рынке в России составляют операции с крупными пакетами акций, которые обеспечивают определенный элемент контроля.** При таких операциях цена должна быть согласована сторонами и будет зависеть от конкретных обстоятельств и условий сделки. Часто высказываются предложения о повышении прозрачности рынка путем введения требования о предоставлении отчетности по всем внебиржевым торговым операциям. В таких предложениях не учитывается основополагающая причина, по крайней мере, некоторых операций (концентрация собственности) или не признается тот факт, что цены сделок, обеспечивающих контроль, будут отличаться от обычных операций на биржах. Исходя из таких реалий, можно предположить, что будут найдены способы уклонения от соблюдения новых требований по отчетности.

Спрос и предложение

110. **Рынок имеет высокую степень концентрации; на долю небольшого числа очень крупных компаний приходится большая часть капитализации рынка (в 2005**

119 World Federation of Exchanges, 2011.

году удельный вес акций 10 крупнейших компаний составлял 76%).[120] Эти крупные компании стремятся осуществлять новые выпуски на мировом рынке, нежели на внутреннем, в масштабах, допустимых по законодательству (и где они делали они практически в полном объеме). С другой стороны, новый закон, вступивший в силу в 2009 году, позволяет иностранным компаниям осуществлять выпуск ценных бумаг на российских рынках в форме российских депозитных расписок. Немногочисленные предложения на внутреннем рынка, главным образом со стороны небольших компаний, обычно размещаются в частном порядке, нежели предлагаются публично гарантами.[121]

111. **В 2007 году ММВБ при помощи Роснано создала рынок для молодых инновационных и растущих компаний.** В том же году аналогичный рынок был учрежден РТС и получил название "RTS START." Однако, на обоих рынках в первый год котировалось крайне незначительное число компаний.[122] Одним из способом увеличения притока молодых и растущих компаний могло бы стать упрощение правил выпуска для небольших компаний. Однако, как уже отмечалось, существует очень мало возможностей для частных акций, которые могли бы стать естественным источником предложения для новых листингов.

112. **Новым значительным потенциальным источником предложения является недавно объявленная Правительством программа приватизации.**[123] Государство планирует полностью отказаться от ряда "нестратегических" компаний, которые оно приобрело в период недавнего кризиса, и намерено сократить свою долю во многих других компаниях, но при сохранении контрольного пакета. Общий объем активов, который запланирован к продаже на период до 2017 года оценивается в 40-60 миллиардов долларов. Безусловно, большая часть будет предложена за рубежом на мировых рынках.

113. **Основной причиной малочисленности новых предложений на внутреннем рынке акций является крайне низкий спрос.** Количество частных лиц, торгующих акциями, растет, но остается незначительным: численность зарегистрированных на ММВБ составила менее 800,000 в октябре 2011 года, что почти в два раза превышает аналогичный показатель в 2007 году.[124] (Этот рост частично является результатом увеличения численности и популярности онлайновых брокеров.) Присутствие институциональных инвесторов также незначительно: уровень развития небанковских финансовых посреднических организаций, таких как инвестиционные фонды, пенсионные фонды и компании по страхованию жизни является весьма низким.

---

120 Noel, Kantur, Op cit.

121 Economist Intelligence Unit, *Country Finance: Russia*, Economist Intelligence Unit, 2011.

122 Economist Intelligence Unit, *Country Finance: Russia*, Economist Intelligence Unit, 2011.

123 Filatova I, "Rosneft to Lead in $40bn Sell-Off", *The Moscow Times*, September 12 2011.

124 Popova N and Mauldin W, "Bread Line or Stock Sale", *Wall Street Journal*, October 26 2011. В статье графически отражены трудности, с которыми сталкиваются инвесторы, пытающиеся продать свои акции в обратной покупке в реестодержателе компании. Нормативные акты и бюрократия делают это длительным и изматывающим процессом.

114. **Наибольшая часть спроса приходится на иностранных инвесторов – как институциональных, так и индивидуальных.**[125] В совокупности, на иностранных лиц приходилось около четверти общей капитализации рынка в конце 2010 года.[126] Это составляло две третьих или даже более от свободного флоута. Удельный вес иностранных инвесторов мог бы быть даже больше, если бы не ряд ограничений и препятствий: например, законом 2008 года введены ограничения по объему иностранных инвестиций в "стратегические сектора ", включая сектор телекоммуникаций и добывающую промышленность.[127] Механизмы торговли и держания ценных бумаг иностранными инвесторами также оставляют желать лучшего. Иностранные инвесторы, в целом, имеют предпочтительную альтернативу торговли и держания российских акций в мировых финансовых центрах.

Производные инструменты, связанные с акциями

115. **Активный рынок производных инструментов, связанных с акциями, существует на бирже FORTS (часть ММВБ), на РТС и на бирже EDX в Лондоне (часть Лондонской фондовой биржи).**[128] Индивидуальные акционерные фьючерсы торгуются, главным образом, на FORTS, опционы – на EDX, индексные фьючерсы – на РТС. Две отечественные биржи производных инструментов будут объединены в рамках процесса слияния ММВБ и РТС. Объем торговли производными инструментами в последние годы стремительно растет. Этому способствует ослабление ограничений по торговле производными инструментами для пенсионных фондов и взаимных инвестиционных фондов. Необходимо дальнейшее устранение ограничений: например, в США именно предоставление пенсионным фондам возможности хеджировать активы индексными фьючерсами стало первым значимым шагом для их вхождения на рынки акций.

b. Рынки долговых обязательств

116. Далее в Отчете представлен анализ рынка государственных ценных бумаг, рынка облигаций, рынка обеспеченных активами ценных бумаг и денежного рынка.

Государственные ценные бумаги

117. **Рынок государственных ценных бумаг играет главную роль в любом развитом финансовом центре.** Кривая доходности по государственным долговым

---

125 Kuznetsov, Kuznetsova and Mirkin, Op cit.

126 Иностранные лица являлись держателями российских акций на сумму 231 миллиард долларов в конце 2010 года (см. публикацию Центробанка РФ "Международная инвестиционная позиция Российской Федерации в 2000-2010 гг.: иностранные активы и обязательства на конец периода", Центральный банк РФ, 2011 год)

127 Economist Intelligence Unit, *Country Finance: Russia*, Economist Intelligence Unit, 2011.

128 FOW,"Analysis: New Technology, New Laws put Russia on Track for Growth", FOW, October 8 2011.

обязательствам является индикативным показателем – “безрисковой ставкой ” – для установления цены других ценных бумаг, сопряженных с большим риском. Государственные ценные бумаги являются наиболее удобной формой залога для сделок РЕПО и для маржи на рынках производных инструментов. В России государственным ценным бумагам сложно выполнять такие функции, поскольку рынок является слишком небольшим и слишком неликвидным. Ввиду высоких цен на энергоносители, государственный бюджет исполняется со значительным профицитом с 2000 года, и, поэтому, необходимость в заимствованиях незначительна. Сумма непогашенных государственных долговых обязательств на конец 2010 года составляла 2,5 триллиона рублей или лишь 6,2% ВВП.[129]

118. **Кроме того, большая часть непогашенных долговых обязательств не доступна для вторичного рынка, поскольку она секвестрируется в портфелях долгосрочного инвестирования государственных финансовых институтов,** основными из которых являются ЦБР, Сбербанк, Пенсионный фонд России и Государственная управляющая компания (ГУК). Кроме того, небольшой объем торговли на вторичном рынке является разрозненным по причине большого числа различных типов инструментов и различных выпусков каждого инструмента. В результате, вторичный рынок является относительно неликвидным.[130]

119. **С 2004 года Правительство пытается улучшить качество рынка за счет, помимо прочих мер, ухода от долговых обязательств в иностранной валюте на мировых рынках к рублевым долговым обязательствам на внутреннем рынке.**[131] Правительство также пытается увеличить долю внутренних долговых обязательств, доступных на вторичном рынке – например, путем прекращения практики покупки Центробанком государственных облигаций на первичном рынке. В дополнение к рынку федеральных долговых обязательств, существует значительно больший рынок для “субсуверенных ” государственных долговых обязательств, т.е. ценных бумаг, выпущенных региональными и муниципальными властями. Общая сумма непогашенных обязательств составляла 10,9 триллиона рублей на конце 2010 года. Крупнейшим индивидуальным эмитентом является Москва, и рынок ее долговых обязательств является достаточно ликвидным для того, чтобы служить индикативным показателем для рынка облигаций.[132] Широкий диапазон ценных бумаг выполняет роль залога для сделок РЕПО – от субсуверенных до акций.

120. **В недавнем исследовании рынка капитала, проведенном Всемирным банком, высказан ряд предложений по улучшению качества рынка государственных ценных**

---

129 Economist Intelligence Unit, *Country Finance: Russia*, Economist Intelligence Unit, 2011; World Federation of Exchanges, “Fixed Income Survey,” World Federation of Exchanges, 2010.

130 Noel, Kantur, Krasnov, Rutledge, Op cit.

131 Там же.

132 Там же.

бумаг.[133] Однако, даже в случае реализации таких предложений, сложно предположить, как рынок государственных ценных бумаг может выполнять функции, присущие такому рынку в других регионах мира, до тех пор, пока значительно не вырастут суммы непогашенных обязательств. Конечно же, это та ситуация, которую хотели бы иметь многие страны, т.е.низкий уровень государственного долга. Тем не менее, Правительство может, в рамках целей финансово-бюджетной политики, рассмотреть возможность более активного выпуска долговых обязательств на ключевых индикативных пунктах кривой доходности, что позволит обеспечить более ликвидную торговлю такими инструментами и, таким образом, формирование индикативных безрисковых ставок, используемых для установления цены других потенциальных ценных бумаг на рынке.

Рынок облигаций

121. **Рынок частных облигаций растет стремительными темпами, однако и он остается достаточно небольшим.** В июле 2010 года объем непогашенных облигаций составил 2.7 триллиона рублей (84,5 миллиарда долларов). Российские компании также осуществляли заимствования на международном рынке долговых обязательств: в июле 2010 года эта сумма составила около 105 миллиардов долларов в Евробондах и 88 миллиардов долларов в синдицированных займах.[134]

122. **Между секторами существуют различия в отношении доли заимствований на внутреннем рынке в сравнении с международными рынками.** Нефтяные и газовые компании осуществили только 9% своих заимствований на внутреннем рынке облигаций, банки - 29%; предприятия металлургии и горной промышленности - 41%, предприятия транспортного сектора - 71 %. Доля заимствований на внутреннем рынке остальных секторов составляет 83%.[135] Крупнейшие эмитенты представлены в сырьевых отраслях и банковском секторе - многие из них прямо или опосредованно находятся в собственности государства (“квази-суверены ”). Несмотря на то, что на внутренний рынок приходилась относительно небольшая доля их заимствований, они занимают существенную долю внутреннего рынка.[136] Только банки составили 36% от общей суммы заимствований в 2010 году[137]

123. **Банки также являются основными инвесторами в облигации.** В 2002 году на их долю приходилось 70% от общего объема; однако к 2009 году их доля снизилась до

133 Там же.

134 Deutsche Bank, “Russia’s Quasi-Sovereign Debt”, Deutsche Bank Research, January 2011.

135 Данные цифры также представлены «Deutsche Bank Research». Поскольку синдицированный кредит является банковским кредитом, он является долгосрочным и зачастую рыночным, и, таким образом, может считаться облигацией.

136 Fungáčová Z and Kurronen A, “Bonds Gaining Ground as a Finance Tool in Russia”, Institute for Economies in Transition, Bank of Finland, January 2010.

137 Economist Intelligence Unit, *Country Finance: Russia,* Economist Intelligence Unit, 2011.

менее 40 %.[138] Банки рассматривают рынок облигаций в качестве рынка сбыта избыточной ликвидности (в других финансовых системах эта роль, как правило, принадлежит государству). Наиболее качественные облигации могут также использоваться в качестве залога при осуществлении заимствований у центрального банка (сделки РЕПО и другие операции) для очень доходных операций. Доля институциональных инвесторов – страховых компаний, негосударственных пенсионных фондов, инвестиционных фондов – в общем объеме растет. Также отмечается увеличение спроса со стороны иностранных институциональных инвесторов. Вторичные сделки происходят на ММВБ и внебиржевом рынке облигаций; в 2005 году на внебиржевой рынок приходилось около половины всего оборота.[139] Торги почти полностью представлены долговыми инструментами нескольких крупнейших компаний, почти все из них являются квази-суверенами. Рынок облигаций более мелких эмитентов достаточно неликвидный, что типично для всех рынков облигаций.

124. **Дальнейшее расширение рынка облигаций ограничено как со стороны спроса, так и предложения.** Со стороны спроса, небанковские финансовые посредники представляют естественный рынок, как для государственных выпусков, так и для частных размещений. Однако, в силу упомянутых выше причин, такие посредники в России очень слабо развиты. Доступ на рынок ценных бумаг со стороны предложения для многих потенциальных эмитентов ограничен вследствие неадекватной кредитной информации. Это напоминает проблему курицы и яйца. Кредитная информация является неадекватной в силу того, что компании не применяют передовые стандарты бухгалтерского учета (например, МСФО). С другой стороны, компании не слишком стремятся улучшать свою систему учета, поскольку даже если бы они это сделали, рынок для их облигаций не стал бы больше. То же самое относится и к местным кредитным рейтинговым агентствам в силу небольшого потенциала для бизнеса.[140] Одной из причин является тот факт, что крупные компании, выпускающие большинство ценных бумаг, являются в основном квази-суверенами: их репутация в меньшей степени зависит от рейтинга, чем от скрытой гарантии государства.

125. **Еще одним фактором, ограничивающим предложение, являются сложность процедуры регистрации и ее стоимость.** Порядок регистрации неоправданно сложный и громоздкий. Существует также налог на регистрацию. Его ставка была снижена с 0,8 % до 0,2 % в 2005 году и его верхний предел составил 3,000 долларов.[141] Снижение ставки

138 Fungáčová Z and Kurronen A, "Bonds Gaining Ground as a Finance Tool in Russia", Institute for Economies in Transition, Bank of Finland, January 2010.

139 {Noel, Kantur, Op cit.

140 Крупнейшее рейтинговое агентство Интерфакс в 2004 году было приобретено Moody's. Независимое агентство RusRating специализируется по банковскому сектору. В последнее время обсуждается возможность учреждения Правительством нового агентства совместно с другими членами ЕврАзЭс (см. Bloomberg, "Russia Seeks to Loosen Rating Companies' Grip", Bloomberg, July 13 2011).

141 Noel, Kantur, Op cit.

налога способствовало последующему быстрому росту рынка облигаций.[142] Полная отмена данного налога обеспечила бы дальнейшие стимулы, в особенности для мелких эмитентов. В Гражданском Кодексе также содержатся ограничения в отношении объема облигаций, который может выпустить компания. Более правильно было бы оставить такое ограничение на усмотрение рынка.[143]

Позиции России по уровню развития рынков ценных бумаг в сопоставлении с другими странами

126. **На Рисунке 14 показана степень, до которой значительные налоговые доходы от добычи природных ресурсов в сочетании с качественным руководством налогово-бюджетным процессом, осуществляемым Министерством финансов в прошлые годы, позволили Правительству избежать выпуска большого объема долга за последние годы.** Почти во всех странах, с которыми проводится сравнение, правительства увеличили объем внутреннего государственного долга. На Рисунке 15 показано, что данные страны одновременно сокращали заимствования на международных рынках капитала, однако уход России был самым драматичным из всех.

127. **Рисунок 16 показывает объем непогашенной внешней задолженности частного сектора, отражающий растущий спрос на зарубежное финансирование со стороны российских компаний.** Однако Таблица 10, в которой приведен объем ресурсов, привлеченных новыми ценными бумагами на ММВБ в 2008 и 2009 годах, свидетельствует о том, что ММВБ не отстает от некоторых из ведущих мировых рынков капитала.

142 Снижение налога вызвало смещение от векселей в сторону ценных бумаг(см.ниже), которые не облагаются налогом, там же.

143 Компании, выпустившие “слишком много” долговых обязательств сталкиваются с резким увеличением стоимости.

Рисунок 14. Позиции России относительно сопоставимых стран по показателю непогашенного внутреннего государственного долга в ценных бумагах как % ВВП[144]

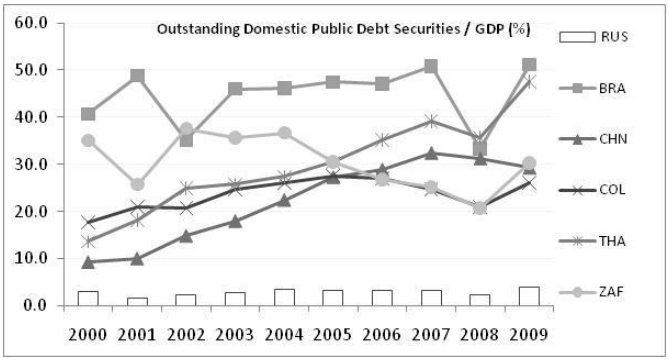


Рисунок 15. Позиции России относительно сопоставимых стран по показателю непогашенного внешнего государственного долга в ценных бумагах как % ВВП[145]

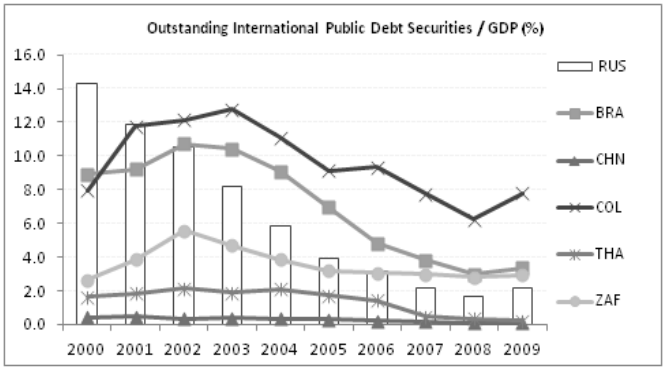
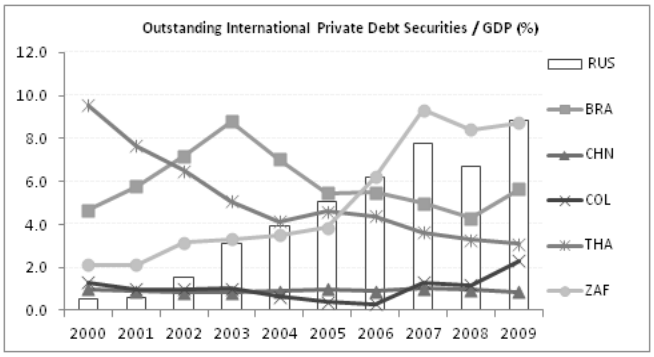
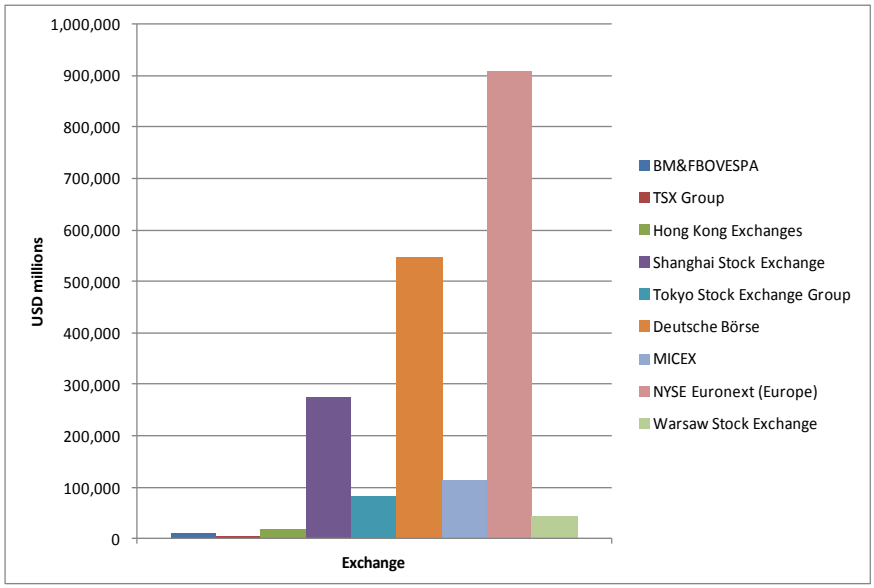


Рисунок 16. Позиции России относительно ряда стран по показателю непогашенных международных частных ценных бумаг как % ВВП[146]



144 World Bank, "FinStats", World Bank, 2011.
145 World Bank, "FinStats", World Bank, 2011.
146 World Bank, "FinStats", World Bank, 2011.

Рисунок 17. Позиции ММВБ в сопоставлении с ведущими биржами по объему нового капитала, привлеченного за счет облигаций в 2010 году (млн. долларов)[147]



Примечание: Столбцы слева направо соответствуют названиям бирж сверху вниз.

128. **Другие данные о показателях ММВБ в сравнении с ведущими биржами свидетельствует о том, что ММВБ последовательно занимает позицию не самого узкого и не самого мелкого рынка.** Например, из Таблицы 9 и Рисунка 18 видно, что по количеству котируемых облигаций ММВБ является более крупным рынком, чем ряд региональных бирж. Это подтверждается данными об общем объеме операций с облигациями (в Таблицах 10 и 11 и на Рисунке 17 приведены данные о торгуемых, котируемых и выпущенных облигациях).

147 World Federation of Exchanges, 2011.

Таблица 9. Позиции ММВБ в сопоставлении с ведущими региональными и мировыми биржами по количеству котируемых облигаций в 2010 году[148]

Биржа	Количество котируемых облигаций
BM&FBOVESPA	287
TSX Group	196
Биржи Гонконга	169
Шанхайская фондовая биржа	472
Токийская группа фондовых бирж	335
Deutsche Borse	24,839
ММВБ	*788*
NASDAQ OMX Nordic Exchange	5,062
NYSE Euronext (Europe)	3,978
Варшавская фондовая биржа	137

Таблица 10. Позиции ММВБ в сопоставлении с биржами ведущих финансовых центров по общему объему торговли облигациями (млн. долларов) в 2010 году[149]

Биржа	**Общий объем торговли облигациями , млн. долларов**
BM&FBOVESPA	249
TSX Group	5,665
Австралийская биржа ценных бумаг	602
Биржи Гонконга	1
Шанхайская фондовая биржа	76,020
Токийская группа фондовых бирж	4,205
Deutsche Borse	109,999
ММВБ	*231,420*
NASDAQ OMX Nordic Exchange	2,619,509
NYSE Euronext (Europe)	27,172
Варшавская фондовая биржа	520

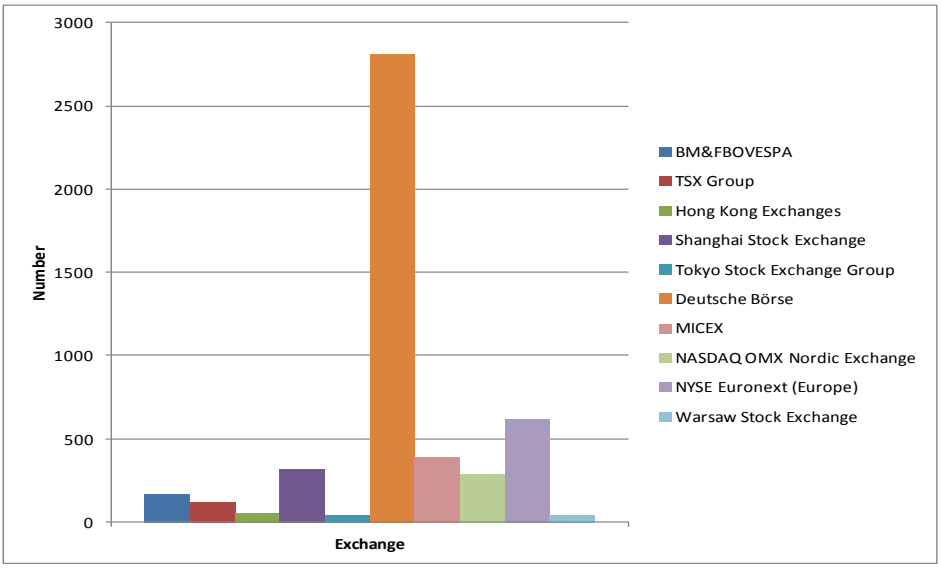
148 World Federation of Exchanges, 2011.

149 World Federation of Exchanges, 2011

Таблица 11. Позиции ММВБ в сопоставлении с ведущими региональными и мировыми биржами по общей стоимости котируемых облигаций (млн. долларов) в 2008-2009 годах[150]

Биржа	Количество котируемых облигаций
BM&FBOVESPA	81,426
TSX Group	17,601
Биржи Гонконга	62,829
Шанхайская фондовая биржа	720,778
Токийская группа фондовых бирж	7,881,629
Deutsche Borse	12,874,673
ММВБ	222,285
NASDAQ OMX Nordic Exchange	2,669,573
NYSE Euronext (Europe)	165,241
Варшавская фондовая биржа	137

Рисунок 18. Позиции ММВБ в сопоставлении с ведущими биржами по количеству эмитентов облигаций в 2010 году[151]



Примечание: Столбцы слева направо соответствуют названиям бирж сверху вниз.

[150] World Federation of Exchanges, 2011

[151] World Federation of Exchanges, 2011

c. Обеспеченные активами ценные бумаги, денежные рынки, валютный рынок и производные финансовые инструменты

Ценные бумаги, обеспеченные активами

129. **Рынок для обеспеченных активами ценных бумаг практически отсутствует, хотя банк ВТБ осуществил несколько секьюритизаций ипотечных кредитов и кредитов на приобретение автомобилей.**[152] Как упоминалось ранее, выпуск банками обеспеченных облигаций может быть использован для финансирования рублевых ипотечных кредитов и расширения лизинга малым и средним предприятиям. В частности, рынок ипотечных ценных бумаг во многом неактивен по причине инфляции, возможных искажений в величине процентных ставок, узкой базы институциональных инвесторов, а также некоторых законодательных ограничений, касающихся длительности регистрации ипотеки, длительности процесса обращения взыскания, трудностей, связанных с передачей обслуживающему агенту, и неполнотой стандартизированного раскрытия информации заемщиками. Для других классов активов большинство операций являются трансграничными вследствие рисков неплатежеспособности, затрудненного доступа к залогу, нечетких правил переуступки будущей дебиторской задолженности, недостаточного регулирования дополнительных услуг, и опасений, связанных с потенциальными налоговыми последствиями сделок секьюритизации.

130. **Для того, чтобы начать решать некоторые из этих проблем, законодательство о секьюритизации ипотеки требует предоставления институциональным инвесторам более широкого доступа к таким ценным бумагам, а также придания ценным бумагам права быть использованными в сделках РЕПО на внутреннем рынке.** Следует также упростить порядок выпуска ценных бумаг, что позволит использовать большую гибкость в выборе схем траншей, ввести условно-депозитные счета и развивать правила использования залога. С целью оказания практического содействия национальным институциональным инвесторам в развитии внутренних методов ценообразования и распределения капитала, основанного на рисках, для таких инструментов Правительству необходимо выявить и устранить ценовые искажения на рынке, которые не позволяют коммерческим банкам стать активными заемщиками. Более того, SPV должны пользоваться наиболее благоприятным налогообложением, а процесс определения налога должен быть прозрачным. Новые правила секьюритизации других типов (не ипотечных) активов должны предусматривать многообразие сделок и условий для применения международных стандартов (таких как стандартов Международной ассоциации свопов и деривативов и Конвенции ООН об уступке дебиторской задолженности).[153]

---

152 Economist Intelligence Unit, *Country Finance: Russia*, Economist Intelligence Unit, 2011.

153 Более подробно эти аспекты обсуждаются в Приложении 2.

Денежный рынок

131. **Денежный рынок состоит из трех частей: (i) межбанковский рынок необеспеченных депозитов, включающий пятнадцать крупнейших банков; (ii) рынок РЕПО; и (iii) рынок векселей.** Рынок РЕПО является основным источником ликвидности для многих мелких и средних банков. Такие банки испытывают недостаток в розничных депозитах, поскольку розничная банковская деятельность в основном монополизирована крупнейшими государственными банками, в частности Сбербанком. Им также не хватает кредитов для участия на межбанковском рынке необеспеченных депозитов. Основными поставщиками ликвидности на рынке РЕПО являются крупные банки. За последние годы рынок РЕПО, помимо своей роли в перераспределении ликвидности между крупными и мелкими банками, использовался участниками для установления доходных позиций по облигациям с помощью механизма финансового рычага.[154]

132. **ММВБ является основной площадкой для операций РЕПО.** В связи с недостаточным объемом государственных ценных бумаг, сфера залога была расширена с включением корпоративного долга и простых акций. Ежедневный объем оборота типичного торгового дня (28 октября 2011 года) составил свыше 80 миллиардов рублей сделок РЕПО с простыми акциями и 100 миллиардов рублей сделок РЕПО с облигациями.[155] В обоих случаях подавляющее большинство сделок составили сделки «овернайт».

133. **Переводные векселя являются средством платежей между компаниями.** Получатели, как правило, учитывают векселя в банке. Рынок работает посредством мелких специализированных брокеров, и есть рейтинговое агентство "Cbonds", которое присваивает класс данной бумаге. Рынок управляется Ассоциацией участников вексельного рынка, которая насчитывает около 110 участников. В начале 2010 года размер рынка составлял около 600 миллиардов рублей (примерно 20 миллиардов долларов).[156] Рынок нерегулируем, и существует обеспокоенность в отношении возможных рисков для банков-участников.[157] Эта обеспокоенность кажется преувеличенной, поскольку векселя, будучи обязательствами с двумя подписями, являются, возможно, даже более безопасными в сравнении с обычной банковской ссудой с одной подписью (к тому же векселя более ликвидны). Плата за регистрацию облигаций привела к перемещению бизнеса на рынок векселей, поскольку к векселям данный сбор не применяется. В связи со снижением размера платы за регистрацию рынок векселей сократился по мере расширения рынка облигаций.

---

154 IMF and World Bank, "Financial Sector Assessment Program: Russian Federation, Technical Note: Liquidity Management Issues", IMF and World Bank, 2008; Economist Intelligence Unit Country Finance Russia May 1, 2011.

155 См. http://www.micex.com/marketdata/indices/today (data accessed on October 29, 2011).

156 Economist Intelligence Unit, *Country Finance: Russia*, Economist Intelligence Unit, 2011.

157 Например, Noel, Kantur, Op cit.

FOREX и производные финансовые инструменты[158]

134. **Функционирует хорошо развитый валютный рынок: на некоторые биржи, главным образом, ММВБ, приходится около 30% всех торгов.** Оставшаяся часть торгов осуществляется на межбанковском внебиржевом рынке. Существуют три основных брокера. Рынок нерегулируем, но он стабилизируется за счет интервенций ЦБР.

135. **Кроме уже упомянутых производных инструментов по акциям, существует ряд рынков производных финансовых инструментов.** В основном валютными деривативами торгуют на ММВБ, но также и на Петербургской валютной бирже (ПВБ). ММВБ также торгует фьючерсами на ставку овернайт (Московская межбанковская ставка предложения) (MosIBOR) и на ставку трехмесячного кредита MosPrime Rate. Все торги по опционам проходят на РТС (Рынок фьючерсов и опционов в РТС) (FORTS): торгуемые опционы включают валютные и товарные. Существуют рынки валютных свопов на ММВБ и внебиржевом рынке с участием банков. Не существует процентных свопов, поскольку не создана правовая база. (Данные по деривативам, торгуемым на ММВБ и РТС, в сопоставлении с некоторыми ведущими биржами представлены в Приложении).

d. Регулирование финансовых рынков

136. **В отношении регулирования рынков капитала важно помнить о цели, которая состоит в том, чтобы сделать Москву более конкурентной в сравнении с международными финансовыми центрами в качестве платформы для проведения финансовых операций, в первую очередь для российских трейдеров и российских ценных бумаг.** Одним из решающих факторов в данной конкуренции являются транзакционные издержки. Издержек могут быть снижены за счет сокращения бюрократических механизмов и упрощения правил и процедур. В целом, это предполагает проведение консультаций с участниками рынка для выявления тех сфер, где необходимы изменения. Это также предполагает максимально возможное использование принципа саморегулирования компаний и профессионалов рынка через саморегулирующиеся организации.[159] В некоторой степени ФСФР уже выполняет эту функцию, опираясь на Национальную ассоциацию участников фондового рынка в обеспечении соблюдения законодательства брокерами, а также на Профессиональную ассоциацию регистраторов, трансфер-агентов и депозитариев в осуществлении надзора над регистраторами, депозитариями и клиринговыми палатами.[160]

158 Economist Intelligence Unit, *Country Finance: Russia*, Economist Intelligence Unit, 2011.

159 Однако, арбитражные суды саморегулирующихся организаций относительно непопулярны, а процедуры государственного арбитража (обычные суды) могут оказаться обременительными для исков больших классов инвесторов.

160 Economist Intelligence Unit, *Country Finance: Russia*, Economist Intelligence Unit, 2011. NAUFOR is the National Association of Securities Market Participants; PARTAD is the Professional Association of Registrars, Transfer Agents and Depositories.

137. **Несомненно, что проблемы среды для ведения бизнеса в целом, такие как отсутствие принципа верховенства закона, коррумпированный и неэффективный административный аппарат, неэффективная и непредсказуемая правовая система, приобретают особую актуальность, поскольку они значительно увеличивают транзакционные издержки.** Как предлагается в Введении к данному Отчету, продуктивный подход мог бы заключаться в выделении финансовых рынков из общей среды путем создания для них отдельной правовой и административной базы.

Рынки[161]

138. **Регулирование финансовых рынков можно разделить на три категории – регулирование самих рынков (бирж и брокеров-дилеров), регулирование торгуемых ценных бумаг (процесс эмиссии, какие виды ценных бумаг могут выпускаться и т.д.) и регулирование эмитентов (корпоративное управление, инсайдерская торговля, поглощения и т.д.).** Вследствие недостатков правовой системы функции вспомогательных офисов рынка ценных бумаг стали громоздкими и, соответственно, более дорогостоящими для депозитариев, попечителей и регистраторов бумаг (Вставка 8).

161 Более подробная информации по рекомендациям по данному разделу представлена в Приложении 2.

Вставка 8. Ограничения в финансовой инфраструктуре рынка ценных бумаг

Аспект	Рекомендуемые меры
Недостаточная юридическая защита передачи прав собственности и расчетов. В некоторых случаях трудно восстановить права собственности покупателей бездокументарных ценных бумаг. Процедуры регистрации регистраторов и депозитариев являются медленными и не синхронизированными, отсутствует унифицированная практика регистрации и общепринятые формы гарантий (часто для завершения передачи права собственности требуется вся первичная документация), отсутствует широкое применение практики электронных подписей. Вследствие вышеупомянутых рисков, связанных с нормативной правовой инфраструктурой, расчеты в большинстве случаев осуществляются на условиях предоплаты и предпоставок, и до недавнего времени расчеты по типу Центрального контрагента по клирингу были индивидуализированы и лишены законодательной поддержки. Ожидается, что с принятием Закона о клиринге и введением многостороннего взаимозачета эта ситуация улучшится.	Следует гармонизировать юридические правила, защищающие покупателей бездокументарных ценных бумаг; регистраторы и депозитарии должны быть связаны в рамках системы. Критически важным для синхронизации торговли и регистрации больших объемов бездокументарных ценных бумаг, как принято в других финансовых центрах, является использование электронной подписи и номера ценной бумаги для облегчения сверки остатков ценных бумаг на конкретный момент времени. Следует продолжать развитие страховых стандартов и механизмов гарантий (фондовые схемы или схемы страхового типа) для регистрации участников системы (такие механизмы следует внедрять в общую систему Центрального клиринга и строить на основании риска, принимаемого участниками рынка и пруденциальных требований). Изъятие из обращения или дематериализация ценных бумаг в центральном депозитарии, чьи учетные записи имеют приоритетный юридический характер, усилили бы завершение расчета заявлением о том, что состав собственности не может быть изменен другими правовыми событиями или соглашениями.
Неэффективность операционной инфраструктуры. Разрозненная инфраструктура, в рамках которой участники используют несовместимые системы, не имеют корреспондирующих счетов друг с другом, и в которой присутствует высокая доля бумажного документооборота в сочетании с правовым вопросом регистрации приоритета вхождения (депозитарии против регистраторов), становится причиной затруднений при завершении расчета и может создавать высокую нагрузку на систему в отношении корпоративных действий, хранения и т.д., поскольку оборот рынка растет. Что касается трансграничных операций, ограничения в отношении номинальных счетов иностранных кастодианов осложняют установление междепозитарных отношений с российскими депозитариями. В сочетании с 25 процентным лимитом на владение акциями государственных монополий и некоторых финансовых компаний и правилами, запрещающими иностранным инвесторам прямую торговлю (посредством номинальных счетов) национальными ценными бумагами, это ограничивает доступ иностранных институциональных инвесторов на российский рынок и увеличивает длительность клиринга.	Как указано выше, расчетная система должна включать в себя регистраторов и депозитариев посредством сети корреспондентских счетов и использовать стандартизированные электронные формы/программы/коды. Для достижения этой цели законодательство должно разрешать использование электронных сообщений на основе стандартов SWIFT и ISO, что в сочетании с отменой ограничений по номинальным счетам для иностранных кастодианов облегчит доступ для иностранных инвесторов и сделает систему совместимой с финансовыми центрами. Следует отменить обязательное требование в отношении документального оформления сделки на бумажном носителе в пользу утвержденных электронных записей. Такие же унифицированные стандарты следует использовать и платформам внебиржевого рынка. Правительству при поддержке саморегулирующихся организаций следует создать единый официальный источник информации о корпоративных действиях с тем, чтобы сократить нагрузку на систему в отношении разнообразных действий. Интегрированная система регистрации и перевода ценных бумаг, соединенная с иностранными расчетными системами посредством корреспондентских счетов с иностранными кастодианами, позволила бы российскому рынку использовать передовую практику, принятую в других финансовых центрах. Регуляторы рынка могут рассмотреть упрощение доступа для иностранных инвесторов, разрешив прямую торговлю, при условии, что используется номинальный счет с российским кастодианом, или клиринг происходит через лицензированного российского клирингового агента.
Низкая ликвидность рынка, недостаточное количество предложения ценных бумаг для внутренней торговли и необходимость развивать малый и средний класс инвесторов. Более мелкие эмитенты ограничены в рамках сложной системы выпуска и регистрации ценных бумаг (для частных размещений и небольших предложений не	Создание благоприятного климата для мелких эмитентов на внутреннем рынке, увеличение базы инструментов и рыночной ликвидности за счет упрощения выпуска акций для мелких компаний/эмитентов и правил торговли для малых компаний стало бы более продуктивным способом повышения эффективности внутреннего рынка. Необходимо

полностью доступны исключения из проспекта регистрации, как на других рынках), в то время как крупные эмитенты ограничивают свои предложения акций на внутренних рынках в связи со стремлением сохранять концентрированное владение акциями. Для решения вопроса рыночной ликвидности закон ограничивает выпуск американских депозитных расписок (ADR), что в свою очередь создает препятствия для крупных эмитентов для привлечения капитала за рубежом, и не позволяет установить справедливую рыночную стоимость ценных бумаг на внутреннем российском рынке.	ввести более подробные правила в отношении того, когда эмитентам не требуется регистрировать проспект эмиссии и отменить отчет о результатах предложения для средних и мелких эмитентов. В случае использования профессионального посредника, следует расширить определение концепции ограниченных ценных бумаг.
Необходимость улучшения защиты инвесторов. По мере роста рынка и увеличения числа мелких инвесторов возникает потребность в более эффективном государственном и частном арбитраже (арбитраж СРО). Современная практика является пагубной для создания доверия к СРО в качестве проводников политики регулятора. Арбитражные суды СРО достаточно непопулярны, а процедуры государственного арбитража (обычные суды) могут быть обременительными для исков крупных классов инвесторов, относящимся к специфическим спорам в отношении ценных бумаг. Большая защита от незаконных инсайдерских сделок потребуется также и розничным инвесторам, где по-прежнему сохраняются нерешенные вопросы как на законодательном уровне (статус лиц, косвенно владеющих ценными бумагами, раскрытие информации о собственнике-бенефициаре, приобретение инсайдерской информации без наличия трудовых отношений с эмитентом, правила специфической торговли, такие как основанные на знании о предстоящем исследовании и т.д.), так и на практическом уровне (возможность рассредоточения функций контроля и мониторинга между регулятором и СРО, совместимость их систем мониторинга). Существует озабоченность в отношении того, что мониторинг инсайдерских сделок вместо того, чтобы помогать инвесторам получать справедливую рыночную цену, может быть использован в качестве инструмента для распространения контроля рынка со стороны регулятора или же для поддержки отдельных игроков.	Что касается государственного арбитража, в дополнение к недавно внедренным основным нормам для групповых исков, необходимы дополнительные правила для защиты прав членов групп, такие как публикация исков, находящихся на рассмотрении, подробные правила урегулирования споров, публикация поданных исков и т.д. Для частного арбитража следует обеспечить независимость судов посредством требования создания большинства за счет неаффилированных членов суда, установить стандарты арбитража и правила поведения, исключить проблемы, связанные с юридической силой частных арбитражных оговорок в биржевых правилах, касающихся операций центрального контрагента, преодолеть существующую разрозненность частной системы арбитража. Для достижения максимальной прозрачности системы мониторинга инсайдерских сделок необходимо избегать рассредоточения контроля и конфликта интересов. Мониторинг, осуществляемый СРО, должен свести к минимуму конфликт интересов в процессе осуществления рыночного мониторинга: отслеживание инсайдерских сделок участниками рынка должно быть основано на фидуциарных обязательствах перед их клиентами. Системы мониторинга СРО и регулятора должны быть совместимы и использовать стандартизированные формы/сообщения для обмена информацией. Необходима адекватная система управления делами для оказания содействия в процессе мониторинга и проверок, осуществляемых регулятором и СРО. Для эффективного мониторинга и обеспечения правоприменения необходимы более совершенные правила в отношении раскрытия информации о собственнике-бенефициаре, лицах извлекающих преимущества косвенным путем, правила торгов для профессиональных участников рынка, запрещающие торговлю, основанную на информации полученной из исследования, или будущую блочную торговлю фьючерсами. Эти меры должны быть направлены на создание системы регистрации и хранения предупреждений о действиях инсайдеров, функционирующей в режиме реального времени для предотвращения дублирования функций регулятора и СРО и обеспечения того, что все инвесторы получают выгоду от торговли ценными бумагами по их справедливой цене.
Секьюритизация не используется в качестве инструмента банковского рефинансирования. Рынок ипотечных ценных бумаг неактивен и не обеспечивает эффективное рефинансирование финансовых организаций вследствие низкого спроса на долгосрочные инструменты из-за инфляции, а также возможных искажений стоимости ценных бумаг и процентных ставок в экономике, узкой базы институциональных инвесторов, а также некоторых юридических ограничений (длительность регистрации ипотеки, длительность процедуры обращения взыскания, трудности, связанные с передачей обслуживающему агенту,	Законодательная база о секьюритизации ипотеки требует предоставления институциональным инвесторам более широкого доступа к таким ценным бумагам, а также придания ценным бумагам права быть использованными в сделках РЕПО на внутреннем рынке. Следует также упростить выпуск ценных бумаг, позволяя использовать большую гибкость в выборе схем траншей, ввести условно-депозитные счета и развивать правила использования залога. С целью оказания содействия национальным институциональным инвесторам в развитии внутренних методов ценообразования и распределения капитала, основанного на рисках, для таких

недостаточность стандартизированного раскрытия информации заемщиками и т.д.). Для других классов активов большинство операций являются трансграничными вследствие рисков неплатежеспособности, затрудненного доступа к залогу, рисков признания сделки недействительной кризисным управляющим, нечетких правил переуступки будущей дебиторской задолженности, недостаточного регулирования дополнительных услуг, и опасений, связанных с потенциальными налоговыми последствиями сделок секьюритизации.	инструментов на практике Правительству необходимо выявить и устранить ценовые искажения на рынке, которые не позволяют коммерческим банкам стать активными заемщиками. Более того, специализированные дочерние фирмы (SPV) должны иметь наиболее благоприятный режим налогообложения, а процесс определения налога должен быть прозрачным. Новые правила секьюритизации других типов (не ипотечных) активов должны предусматривать многообразие сделок и условий для применения международных стандартов (таких, как стандарты Международной ассоциации свопов и деривативов и Конвенции ООН об уступке дебиторской задолженности и т.д.).
Правила в отношении залога значительно отстают от зарубежной практики из-за требования об индивидуализации прав/активов, ограниченного диапазона активов, которые могут быть использованы в качестве залога, неблагоприятного налогового режима (взимание НДС в случае заявления прав на залог), а также обременительной процедуры регистрации залога, отсутствие залога прав, трудности несудебного правоприменения, ограничения в отношении участия депозитариев в операциях с ценными бумагами без распоряжений держателей счетов депо, что препятствует своевременному исполнению обязательств, и трудностей, связанных с обращением взыскания на залог для некоторых видов активов.	Масштаб пробелов в законодательстве требует серьезной реформы правил залога, с тем, чтобы обеспечить договорную свободу в определении условий залога и обстоятельств дефолта, установить единую регистрацию залога, автоматическое распространение защиты на приобретенные впоследствии активы (непрерывная защита независимо от способа, которым они были приобретены), предоставить абсолютные права обеспеченным кредиторам в отношении залога за рамками процедур банкротства, облегчить процедуру обращения взыскания на залог и расширить диапазон активов/прав, которые могут быть использованы в качестве залога.
Иностранная валюта. Новый закон об иностранной валюте снял многие ограничения. Регулирование является адекватным, но остаются некоторые нерешенные вопросы. Расчеты в иностранной валюте невозможны для резидентов, перечень разрешенных операций является исчерпывающим (а не открытым, что обеспечило бы большую гибкость), овердрафты и кассовые остатки используются нечасто вследствие правил расчета депозитариев (предоплата, предварительная поставка).	Необходимо, чтобы внутренние инвесторы имели право производить расчеты в иностранной валюте, и регулятору необходимо предпринять определенные усилия для эффективной реализации уполномоченными банками новых правил в отношении иностранной валюты. Если руководствоваться задачей создания финансового центра, барьеры для вхождения инвесторов должны быть низкими при минимальных расходах, сопряженных с прекращением деятельности.

139. **Например, покупателям бездокументарных ценных бумаг трудно восстановить права собственности; регистрационные процедуры депозитариев и регистраторов являются медленными и не синхронизированными; отсутствуют унифицированная практика регистрации и общепринятые формы гарантий.** Кроме того, часто для завершения передачи права собственности требуется вся первичная документация при отсутствии практики широкого применения электронных подписей. Более того, в большинстве случаев расчеты осуществляются на условиях предоплаты и предпоставок, и до недавнего времени расчеты по типу Центрального контрагента по клирингу были индивидуализированы и лишены законодательной поддержки. Рекомендации для усовершенствования данной отрасли состоят в гармонизации юридических правил защиты покупателей бездокументарных ценных бумаг, развитии связей регистраторов и депозитариев, развитии страховых стандартов и механизмов гарантий.

140. **Кроме того, участники рынка используют инфраструктуру с несовместимыми системами.** Это означает, что у них может не быть корреспондирующих счетов друг с

другом, а оборот сделок, оформляемых на бумажных носителях высок. Данные проблемы, в сочетании с проблемами регистрации означают, что могут возникать трудности с завершением расчетов и могут создать перегрузку системы по мере роста рынка. Более того, доступ иностранных институциональных инвесторов сдерживается (i) ограничениями по номинальным счетам для иностранных кастодианов (что затрудняет установление отношений между депозитариями); (ii) 25 процентным лимитом, который применяется в отношении любой иностранной собственности в государственных и некоторых финансовых компаниях; и (iii) правилами, не разрешающими прямую торговлю (посредством номинальных счетов) внутренними ценными бумагами.

141. **Решением данных проблем должно стать развитие расчетной системы таким образом, чтобы регистраторы и депозитарии были соединены посредством сети корреспондирующих счетов, а также использование стандартизированных электронных форм и кодов, такие как SWIFT и ISO.** В целом, интегрированная система регистрации и перевода ценных бумаг, соединенная с иностранными кастодиальными и расчетными системами посредством системы корреспондирующих счетов с иностранными кастодианами, привела бы российский рынок в соответствие с передовой практикой, принятой в других финансовых центрах. Регуляторы рынка могли бы рассмотреть упрощение доступа для иностранных инвесторов, например, разрешив прямую торговлю, при условии, что используется номинальный счет с российским кастодианом, или клиринг происходит через лицензированного российского клирингового агента.

Ценные бумаги

142. **Как уже было упомянуто в контексте обсуждения рынка облигаций, сложная и обременительная процедура регистрации нового выпуска, гербовый сбор на регистрацию и ограничения в Гражданском кодексе в отношении объема разрешенного выпуска являются препятствующими факторами.** Данные барьеры, препятствующие расширению финансовых рынков следует устранить. Упрощение и уточнение положений законов по вопросам секьюритизации и залога способствовали бы развитию рынка ценных бумаг, обеспеченных активами. Также было бы полезно создать централизованный реестр залога, что предотвратило бы возможность закладывать один и тот же актив более одного раза одновременно. В настоящий момент проблемы связаны с требованием о чрезмерной индивидуализации прав и активов, ограниченным перечнем активов, которые могут быть использованы в качестве залога, неблагоприятным режимом налогообложения (не последнюю роль здесь играет взимание НДС при наступлении права требования залога), обременительной процедурой регистрации залога, трудностями внесудебного правоприменения, ограничениями для депозитариев в отношении участия в операциях с ценными бумагами и сложностями, сопряженными с обращением взыскания на залог для некоторых типов активов.

143. **Дополнительные меры могли бы быть предприняты для содействия интеграции российского и международных рынков ценных бумаг, как уже было отмечено в контексте обсуждения рынков акций; присутствует необходимость в устранении барьеров для предложения российских ценных бумаг на мировых рынках и участия иностранных инвесторов на российском рынке.** В данном отчете упоминается закон 2009 года, создавший базу для российских депозитных расписок (РДР) и облегчивший доступ иностранных эмитентов. Следовало бы предпринять дальнейшие шаги по предоставлению определенной гибкости в рамках соглашений для определения условий залога и обстоятельств дефолта, установления единой регистрации залога, разрешению автоматического продления ценных бумаг (непрерывная защита, независимо от способа приобретения), предоставлению абсолютных прав обеспеченным кредиторам в отношении залога за рамками процедур банкротства, облегчению обращения взыскания на залог и расширению диапазона активов/прав, которые могут быть использованы в качестве залога.[162]

144. **Существующие правовые механизмы затрудняют создание новых типов ценных бумаг, поскольку разрешены к обращению только те виды, которые конкретно указаны.** Вследствие этого, любая инновация требует законодательного разрешения. Единый закон также не достаточен: в каждом случае должны вноситься изменения в Гражданский Кодекс, Налоговый Кодекс, Закон об акционерных обществах, Закон о рынках ценных бумаг, Закон о банкротстве, Закон о валютном регулировании, Закон о банках и банковской деятельности.[163] Создание отдельной юридической базы для финансовых рынков значительно облегчило бы внедрение инноваций.[164]

145. **В последнее время были предприняты важные шаги для создания правовой базы в отношении производных инструментов и торговли производными инструментами.**[165] Тем не менее, сохраняются некоторые препятствия, например, закон запрещает банкам и корпорациям становиться сторонами финансовых контрактов, регулируемых правовыми нормами других юрисдикций.[166]

---

162 См. Приложение 2 для более детального описания изменений, которые можно было бы осуществить в этой области.

163 See {Noel, Kantur, Krasnov and Rutledge on the legal steps necessary to allow the creation of asset-backed securities, Op. cit.

164 Также необходимо разрешить внутренним инвесторам осуществлять расчеты в иностранной валюте, тогда как регулятору необходимо предпринять шаги для содействия эффективной реализации новых положений о валютных операциях уполномоченными банками. Более подробная информация представлена в Приложении 2.

165 Economist Intelligence Unit, *Country Finance: Russia*, Economist Intelligence Unit, 2011.

166 IMF and World Bank, "Financial Sector Assessment Program: Russian Federation, Technical Note: Liquidity Management Issues", IMF and World Bank, 2008; Economist Intelligence Unit, *Country Finance: Russia*, Economist Intelligence Unit, 2011.

Эмитенты

146. **Проблема корпоративного управления в России отличается от данной проблемы в англоязычных странах общего права.** В последних основной проблемой менеджеров является продвижение своих собственных интересов за счет интересов рассредоточенных собственников. В России, как и в континентальной Европе в целом, вследствие того, что собственность скорее сконцентрирована, а не рассредоточена, владельцы могут вполне эффективно контролировать менеджеров. Это, однако, создает проблему другого рода – проблему продвижения своих собственных интересов сконцентрированными собственниками-инсайдерами за счет меньшинства собственников-аутсайдеров. Наблюдатели, в целом, считают это серьезной проблемой для России.[167]

147. **Одним из проявлений проблемы корпоративного управления является инсайдерская торговля.** В предыдущих исследованиях подчеркивалась необходимость законодательного запрещения инсайдерской торговли и наложения серьезных штрафов на лиц, уличенным в этих операциях.[168] Закон, запрещающий инсайдерскую торговлю, был принят в январе 2011 года, а положение, приравнивающее инсайдерскую торговлю к уголовному преступлению, было включено в начале 2015 года[169] К числу конкретных проблем относятся вопросы, касающиеся статуса лиц, косвенно владеющих ценными бумагами, раскрытия информации о собственнике-бенефициаре, приобретения инсайдерской информации без наличия трудовых отношений с эмитентом, правила торговли, основанные на знании о предстоящем исследовании и т.д., а также рассредоточения функций контроля и мониторинга между регулятором и СРО, совместимости их систем мониторинга. Присутствует обеспокоенность по поводу того, что мониторинг инсайдерских сделок вместо того, чтобы помогать инвесторам получать справедливую рыночную цену, может быть использован в качестве инструмента для распространения контроля рынка со стороны регулятора или для поддержки отдельных игроков.

148. **Для достижения максимальной прозрачности системы мониторинга инсайдерских сделок необходимо избегать рассредоточения контроля и конфликта интересов.** Мониторинг, осуществляемый, СРО должен свести к минимуму конфликт интересов в процессе осуществления рыночного мониторинга, тогда как отслеживание инсайдерских сделок участниками рынка должно быть основано на фидуциарных обязательствах перед их клиентами. Кроме того, системы мониторинга СРО и регулятора должны быть совместимы и использовать стандартизированные формы/сообщения для обмена информацией. Необходима адекватная система управления делами для оказания содействия в процессе мониторинга и проверок. Однако следует отметить, что учитывая

167 Economist Intelligence Unit, *Country Finance: Russia*, Economist Intelligence Unit, 2011.

168 IMF and World Bank, "Financial Sector Assessment Program: Russian Federation, Technical Note: Liquidity Management Issues", IMF and World Bank, 2008; Noel, Kantur, Op. cit.

169 Fitzgeorge-Parker L, "Russian Capital Markets: Climate Change", *Euromoney*, May 2011.

особые условия российского рынка акций, маловероятно, что новый закон об инсайдерской торговле окажется эффективным. Законы об инсайдерской торговле не очень эффективны где бы то ни было: обвинительные приговоры выносятся редко, и, учитывая поведение цен на акции, имеются серьезные свидетельства того, что инсайдерская торговля продолжает быть широко распространенным явлением.[170]

149. **Очевидно также и то, что запрет на инсайдерскую торговлю особенно неэффективен в странах, подобных России, для которых характерна концентрация собственности. Действительно, на таких рынках запрет на инсайдерскую торговлю может даже усугубить проблемы корпоративного управления.**[171] Более того, в России инсайдерами в большинстве случаев являются государственные чиновники и лица, связанные с государством. Правоприменительные меры в отношении таких лиц представляются маловероятными. Инсайдерская торговля среди официальных лиц широко распространена даже в США.[172]

150. **Аналогичн, положения нового закона, предусматривающие обеспечение получения миноритарными акционерами справедливой цены в случае поглощения, являются неадекватными.**[173] Такие предложения уместны для рынков акций англоязычных стран общего права, где поглощения предусматривают покупку акций у владельцев на открытом рынке (на биржах). В России, как показывает практика, публичная торговля на биржах касается только "не контрольных" акций; торговля контрольными пакетами, по-видимому, происходит на внебиржевом рынке, возможно по значительно более высоким ценам.

151. **Финансовая отчетность и раскрытие информации являются еще одним аспектом корпоративного управления.** В последние годы ситуация в этой сфере действительно несколько улучшилась, по крайней мере для крупных компаний, которые стремятся привлекать ресурсы на мировых финансовых рынках.[174] На мировых рынках акций недостаточная прозрачность в сочетании с другими проблемами корпоративного управления наказываются за счет более низких цен на акции компаний, о которых идет речь. По оценкам, акции российских компаний продаются с дисконтом в размере примерно 30 % относительно той цены, которую они могли бы получить при условии, если бы корпоративное управление соответствовало уровню более развитых странах.[175] На рынках долговых обязательств недостаточная прозрачность приводит к росту

---

170 См. Приложение 2 для более подробного описания изменений политики, которые можно было бы осуществить в данной сфере.

171 Durnev, A. A. and A. S. Nain (2005). The effectiveness of insider trading regulation around the globe, University of Miami/University of Michigan.

172 Smith K, "Insider Trading Rules That Don't Apply To Congress", *Forbes*, 1st June 2011; Brody Mullins, Tom McGinty and Jason Zweig, "Congressional Staffers Gain From Trading in Stocks", *The Wall Street Journal*, October 11, 2010.

173 Noel, Kantur, Op cit.

174 {Berglof and Lehmann, Op cit.

175 Economist Intelligence Unit, *Country Finance: Russia*, Economist Intelligence Unit, 2011.

процентных ставок и снижает заинтересованность в кредитовании, в экстремальных случаях – исключает кредитование вообще.

152. **Поведение отдельных эмитентов влияет на стоимость выпускаемых ими ценных бумаг.** При этом, такое поведение влияет и на репутацию рынка в целом, и соответственно, на готовность инвесторов в нем участвовать. Это и является причиной того, что исторически биржи вводили листинговые ограничения в отношении компаний, чьими ценными бумагами они торгуют – требования, которые включают стандарты корпоративного управления. Компании, публично торгуемые в России, должны удовлетворять требованиям как федерального закона, так и соответствующим листинговым требованиям. Две основные биржи имеют разнообразные классы листинга, с требованиями дифференцированной жесткости. Листинг является добровольным, и компании вправе решать участвовать или нет, и в каком классе.[176] Большинство из них - 135 из 192 торгуемых на ММВБ компаний и 217 из 290 торгуемых в РТС – предпочитают не котироваться.[177] По всей видимости, компании предпочитают не котироваться в том случае, когда издержки, связанные с соблюдением требований выше, чем преимущества, с точки зрения более высокой цены на их акции.[178]

153. **Выдвигались предложения о применении требований листинга к компаниям, превышающим определенный размера.** Подобные предложения не представляются оправданными. До тех пор пока инвесторы понимают, что они покупают, в том числе на основании доступной для них информации, компании должны иметь право принимать самостоятельное решение, основанное на анализе эффективности затрат. В США, например, существует большой рынок для частных размещений, в котором от компаний не требуется соблюдения требований Комиссии по ценным бумагам и биржам в отношении раскрытия финансовой информации. В долгосрочной перспективе, если внутренний спрос на ценные бумаги увеличится, в частности в результате развития небанковских финансовых посредников, выгоды от применения более высоких стандартов корпоративного управления возрастут. Все больше компаний будут считать целесообразным соответствовать этим высоким стандартам.

176 Существуют также требования в отношении рыночной капитализации, например, количество акций в свободном обращении, и не все компании являются приемлемыми для листинга во всех категориях, даже если они этого хотят.

177 IMF and World Bank, “Financial Sector Assessment Program: Russian Federation, Technical Note: Liquidity Management Issues”, IMF and World Bank, 2008

178 У более мелких компаний может не оказаться возможности участвовать в листинге, если они не соответствуют минимальным требованиям по уровню рыночной капитализации, и т.д.

VI. Выводы

154. **Развитие Москвы в качестве международного финансового центра требует двухсторонних усилий, направленных на расширение внутренней базы рынка капитала с одновременным созданием нормативной правовой базы и инструментов для привлечения иностранных инвесторов.** Фактором, который был упущен на внутреннем рынке, является необходимость расширения охвата финансовыми услугами каждого инвестора, а также малых и средних предприятий для обеспечения основ для рынка. Создание стимулов для привлечения российского капитала, размещенного и инвестируемого за рубежом, также внесет существенный вклад в формирование спроса на новые ценные бумаги и поставщиков новых инвестиционных возможностей и инструментов.

155. **Доминирующая роль государственных финансовых посреднических организаций может стать сдерживающим фактором в развитии конкурентного рынка институциональных инвесторов (инвестиционных фондов, пенсионных фондов, страховых компаний, брокеров).** Институциональные инвесторы диверсифицируют рынок посредством конкуренции, включая расширенное вхождение игроков частного сектора и зарубежных институтов. Помимо рыночного регулирования (которое может основываться на заимствовании нормативных правовых механизмов, деятельности саморегулирующихся организаций и других мерах, направленных по повышение эффективности регулирования), необходимо усилить основы корпоративного управления и прозрачные стандарты отчетности, а также упорядочить процедуры регистрации и подтверждения собственности на торгуемые активы.

156. ***Синергия с банковскими услугами.*** Развитие и внедрение банковских услуг в стране представляет собой ключевой элемент в расширении охвата финансовыми рынками более широкой розничной инвесторской базы. Это может оказать содействие в развитии рынка небанковских организаций (пенсионных фондов, страховых компаний, взаимных инвестиционных фондов) за счет использования совместных усилий в распределении и инфраструктуре.

157. ***Механизмы расширения роста акций малых и средних предприятий.*** Дальнейший доступ малых и средних предприятий к финансовым учреждениям также сформирует потенциальных кандидатов для возможных котировок на фондовой бирже и значительно увеличит свободное обращение акций. Индустрия частных акций может также содействовать развитию начинающих компаний, что в конечном итоге станет потенциальной поддержкой предпринимательских инициатив, исходящих из Сколково.

158. ***Создание базы для рынков облигаций.*** На рынке облигаций существует спрос со стороны пенсионных и страховых компаний на долгосрочные ценные бумаги, однако в настоящий момент рынок является неглубоким. Следует рассмотреть возможность

принятия Правительством активных мер по развитию более глубокого и ликвидного рынка государственных долговых обязательств для формирования кривой доходности с безрисковой ставкой, поскольку это может стать основой для латентного рынка частных облигаций, который сможет привлечь как иностранных, так и институциональных инвесторов в Россию и увеличить обращение рублевых инструментов.

159. ***Преимущества и препятствия в развитии структурированного финансирования и рынков производных инструментов.*** Следует провести всесторонний анализ сектора производных инструментов, обеспеченных активами ценных бумаг, секьюритизации и других рынков структурированного финансирования, с тем, чтобы устранить препятствия в развитии новых и полезных инструментов, с одновременным внедрением надежных элементов управления рисками. В контексте данных инструментов следует глубже проанализировать налоговые аспекты и режим залога, так как они создают препятствия для дальнейшего развития и ликвидности таких рынков.

160. ***Вопросы инфраструктуры рынка.*** Необходимо совершенствовать инфраструктуру рынка капитала (процедуры регистрации, передачи прав собственности, расчеты, режим залога и правила защиты инвесторов) в соответствии со стандартами других международных центров с тем, чтобы обеспечить более автоматизированную и законодательно упорядоченную продажу ценных бумаг и безопасность расчетов.

161. ***Многовекторный подход.*** Вышесказанное предполагает необходимость ряда изменений в структуре рынка, регуляторной и финансовой политике в целях создания благоприятной среды для рынка капитала, в которой бы присутствовали институты и финансовые инструменты, необходимые для привлечения финансирования от зарубежных инвесторов, внутренних розничных инвесторов (физических лиц, малых и средних предприятий), состоятельных оффшорных российских инвесторов и внутренних институциональных инвесторов.

162. **Некоторые из вышеперечисленных мер абсолютно необходимы для продвижения в направлении становления России в качестве международного финансового центра, однако они в общей сложности могут оказаться недостаточными.** Дополнительными общими факторами для достижения данной цели являются уверенность в устойчивости макроэкономической политики, удобный для пользователей городской транспорт, адекватное предложение жилья и образовательных услуг (для иностранцев, проживающих или переезжающих в Россию), снижение регуляторных барьеров, применяемых к обычным коммерческим операциям, включая регистрацию бизнеса, лицензирование, выдачу разрешений, торговые операции, уплату налогов и защиту инвесторов.

Таблица 12. Торговля производными финансовыми инструментами на российских биржах в сопоставлении с ведущими мировыми биржами[179]

	Количество торгуемых контрактов		Номинальная стоимость торгуемых контрактов (млн. долларов)	
Биржа	**2010**	**2009**	**2010**	**2009**
Опционы на отдельные акции				
BM&FBOVESPA	802,229,293	546,547,550	1,730,007	931,053
Австралийская биржа ценных бумаг	15,998,696	15,242,798	308,429	196,892
Биржи Гонконга	60,638,909	47,321 248	162,407	159,657
Токийская группа фондовых бирж	833,995	660,875	1,555	772
NASDAQ OMX Nordic Exchanges	32,753,857	28,775,091	N/A	N/A
РТС	9,153,070	12,962,387	3,911	3,373
Фьючерсы на отдельные акции				
Австралийская биржа ценных бумаг	152,724,068	141,662,095	2,036	1,617
Биржи Гонконга	239,259	271,766	907	900
ММВБ	12,634,797	954,685	6,225	371
NASDAQ OMX Nordic Exchanges	2,468,839	6,718,987	N/A	N/A
РТС	226,505,131	248,669,083	84,511	66,841
Опционы на биржевые индексы				
BM&FBOVESPA	640,278	818,521	121,405	68,889
Австралийская биржа ценных бумаг	5,753,977	3,884,560	289,748	140,181
Биржи Гонконга	11,921 207	7,615,125	1,423,877	792,873
Токийская группа фондовых бирж	120,040	52,523	12,926	5,118
NASDAQ OMX Nordic Exchanges	13,761,881	14,225,611	N/A	N/A
РТС	13,179,587	5,062,653	39,280	10,310
Фьючерсы на биржевые индексы				

[179] World Federation of Exchanges, 2011, *IOMA/IOCA Derivatives Market Survey 2010*, World Federation of Exchanges, 2011

BMbFBOVESPA	38,683,263	31,588,752	898,224	631,397
Австралийская биржа ценных бумаг	10,454,570	9,841,538	1,056,540	752,745
Биржи Гонконга	42,760,553	43,201,921	4,103,510	3,496,546
Токийская группа фондовых бирж	15,834,007	16,234,911	1,482,984	1,409,703
ММВБ	6,237,229	306,289	29,390	1,568
NASDAQ OMX Nordic Exchanges	32,427,695	33,700,054	N/A	N/A
РТС	227,162,075	150,057,414	678,910	303,224
Долгосрочные процентные фьючерсы				
BM&FBOVESPA	15,633	29,700	1,783	3,149
Австралийская биржа ценных бумаг	47,124,262	33,874,590	4,322,490	2,661,632
Токийская группа фондовых бирж	8,021,458	6,765,074	12,960,666	9,992,053
NASDAQ OMX Nordic Exchanges	7,401,693	5,715,755	N/A	N/A
РТС	133,048	27,745	364	295
Валютные опционы				
BM&FBOVESPA	26,319,294	23,473,806	1,351,893	1,158,760
РТС	1,297,838	1,863,930	1,391	2,206
Валютные фьючерсы				
BM&FBOVESPA	106,547,391	85,289,490	5,376,494	4,280,698
Австралийская биржа ценных бумаг	–	1,003,633	–	673
ММВБ	12,938,918	17,807,960	14,057	18,757
РТС	7,279,797	13,912,680	7,376	14,539
Товарные опционы				
BM&FBOVESPA	393,969	451,773	751	282
Австралийская биржа ценных бумаг	16,169	10,303	5,026	3,288
РТС	145,457	85,500	201	84
Товарные фьючерсы				
BM&FBOVESPA	2,275,100	1,885,552	35,984	22,793
Австралийская биржа ценных бумаг	230,293	194,669	11,747	8,709
Биржи Гонконга	5,462	6,773	102	96
РТС	17,784,436	11,164,828	18,296	8,192

Приложение 1 – Данные и характеристики признанных финансовых центров в сравнении с Россией

Таблица 1: Финансовый центр Гонконга: состав банковского и финансового секторов				
Сектор	**Состав**	**Структура**	**Описание**	**Регулятор**
Банковский сектор	142 лицензированных банка 29 банков с ограниченной лицензией 30 депозитных учреждений 82 представительства иностранных банков	Трехуровневая система депозитных учреждений: 1) лицензированные банки 2) банки с ограниченной лицензией 3) депозитные учреждения Построены как уполномоченные учреждения и в соответствии с Банковским Актом Могут работать как национальные акционерные банки или филиалы иностранных банков	Только лицензированные банки могут работать с текущими счетами и принимать депозиты на любую сумму и на любой срок Банки с ограниченной лицензией в основном занимаются коммерческой банковской деятельностью и операциями на рынке капитала; они также могут принимать депозиты на любые сроки на сумму выше 500 000 гонконгских долларов Депозитные учреждения в основном принадлежат лицензированным банкам, принимают депозиты в размере,	Валютный совет: орган денежно-кредитного регулирования (ОДКР) Гонконга Деятельность уполномоченных учреждений регулируется Банковским Актом, который устанавливает следующие требования: 1) поддержание адекватного уровня ликвидности и коэффициента достаточности капитала; 2) представление периодической отчетности в ОДКР; 3) соблюдение ограничений в отношении кредитов, установленных

			превышающем 100 000 гонконгских долларов на минимальный срок 3 месяца	Банковским Актом; 4) согласование с ОДКР назначений директоров и главных исполнительных директоров, а также изменений в системе управления. От работающих за рубежом филиалов не требуется держать капитал в Гонконге, соблюдать коэффициент достаточности капитала или лимит капитала в отношении крупных рисков Вкладчики защищены в рамках системы защиты депозитов
Валютный рынок	Открытый (с различными участниками и посредниками: оптовый и розничный)	Отсутствие валютного контроля (свободный рынок) Связан с ведущими международными валютными рынками Связанная система обменного курса гонконгского доллара		Валютный совет: орган денежно-кредитного регулирования (ОДКР) Гонконга Расчетные клиринговые системы регулируются Законом о расчетных и клиринговых

		и доллара США		системах; Специализированные расчетные системы для конкретных инструментов в рамках тендерной платформы “Central Moneymarkets Unit” , принадлежащей ОДКР Гонконга. К ним относятся: 1) Hong Kong Dollar Clearing House Automated Transfer System 2) Continuous Linked Settlement (CLS) System 3) Euro Clearing House Automated Transfer System 4) US Dollar Clearing House Automated Transfer System 5) Renminbi Clearing House Automated Transfer System
Рынок долговых обязательств	Рынок открытого пула	Среднедневной оборот составляет 48,4 миллиарда гонконгских долларов	Один из крупнейших и наиболее ликвидных рынков долговых обязательств в регионе	Служба “Central Moneymarkets Unit”, созданная в 1990 году под эгидой ОДКР Гонконга обеспечивает

				клиринговую и кастодиальную систему для обмена векселями и долговыми расписками
Рынок краткосрочного капитала	Межбанковский рынок	Ставка предложения межбанковского рынка Гонконга определяется предложением/спросом на ресурсы среди участников рынка Главный индикатор цены краткосрочных ресурсов		Валютный совет: орган денежно-кредитного регулирования (ОДКР) Гонконга
Рынок акций	«Hong Kong Exchanges and Clearing Limited» (HKEx) – частная компания, включенная в листинг, уполномоченная утверждать листинг и регистрацию, аудит и соблюдение правил зарегистрированными компаниями Свободно торгующая платформа, без ограничений, должна выполнять правила и требования «HKEx»	- Рынок ценных бумаг -Рынок производных инструментов и фьючерсов	Состоит из рынка ценных бумаг и фьючерсов/производных инструментов Обеспечивает полный комплекс депозитарных, расчетных и клиринговых услуг, торговый механизм для обслуживания номинальных держателей ценных бумаг	Комиссия по ценным бумагам и фьючерсам (SFC). Содействует и стимулирует участие на рынках Гонконга, разрабатывает регуляторную политику и требования в отношении соблюдения законодательства; руководит деятельностью уполномоченных регистраторов акций, контролирует компенсацию инвесторских

				фондов; отвечает за прозрачность и правильность рынков и гармоничность информации; в целях обеспечения эффективности операций, инноваций в системе и развития продуктов сотрудничает с НКЕх и клиринговыми палатами
Рынок драгоценных металлов	Китайских рынок по продаже золота и серебра (основан в 1918 году)	Открытая платформа с регистрацией участников для целей клиринга и расчетов	Занимает ключевую позицию на международном рынке золота	Китайская биржа по торговле золотом и серебром обеспечивает торговые площадки, оборудование и услуги своим участникам для проведения сделок с золотом, серебром и драгоценными камнями; устанавливает и реализует правила и регламент деятельности; упорядочивает сделки с драгоценными металлами, контролирует процесс

				осуществления сделок, расчетные механизмы и поставки, разрабатывает торговые контракты и нормативные акты, осуществляет реализацию и исполнение контрактов
Управление активами	Компании по управлению капиталами и активами	Управление институциональными фондами Управление портфелем Управление личными капиталами Инвестиционные трасты и взаимные инвестиционные фонды	Один из крупнейших центров по управлению активами в Азии Региональный центр по управлению портфелями	Подлежит контролю со стороны ОДКР Гонконга и подлежит обычным регистрационным и листинговым требованиям
Рынок производных инструментов (фьючерсов)	Фьючерсная биржа Гонконга и Гонконгская фондовая биржа Рынок производных инструментов состоит из 4 видов фьючерсов: 1) индексные фьючерсы; 2) фьючерсные сделки с	Клиринг и расчеты операций обеих бирж осуществляются клиринговыми компаниями “The Hong Kong Securities Clearing Company” (HKSCC),“The Stock Exchange of Hong Kong Options Clearing House Company” (SEOCH) и “The Hong Kong Futures Exchange		

	акциями; 3) процентные фьючерсы;	Clearing Corporation" (HKCC)		
Страхование	Открытая, неограниченная форма участия; утверждение органом страхового надзора	181 уполномоченных страховых компаний (90 зарегистрированы в Гонконге) В основном сектор представлен крупными международными страховыми компаниями (розничный бизнес и перестрахование)	Морское, авиационное страхование; страхование структурированных финансовых продуктов; розничные страховые продукты; страхование жизни и здоровья; перестрахование	Офис страхового комиссара является руководящим органом страхового регулирования Регулируется Законом о страховой деятельности, который предусматривает пруденциальный надзор за страховыми компаниями, осуществляющими деятельность в Гонконге, независимо от места регистрации Офис страхового комиссара отвечает за разработку политики и пруденциальных регуляторных мер

Таблица 2. Информация о российском рынке и регулировании в качестве финансового центра				
Сектор	Состав	Структура	Описание	Регулятор
Банковский сектор	21 государственный банк 844 других местных банка 90 банков, контрольный пакет которых принадлежит иностранным банкам.[180]	Структура определяется составом.	Государственные банки пользуются всесторонней поддержкой государства и наиболее конкурентным положением на рынке. На долю крупнейшего государственного банка – Сбербанка - приходится 48% всех розничных депозитов.[181] Частные банки осуществляют деятельность в условиях менее сильной конкурентной позиции.[182]	Центральный банк России. Его основной целью является поддержание стабильности рубля, развитие и укрепление банковской системы и обеспечение функционирования платежной системы.[183]
Валютный рынок	Открытый	Режим свободного плавания рубля был введен со 2 сентября 1998 года с использованием интервенций Центрального банка.[184] По-прежнему сохраняются некоторые ограничения в отношении валютных операций и конвертации.[185]	Россия является 14 крупнейшим региональным рынком по удельному весу на международном валютном рынке (0,8 %).[186]	Рынок не регулируется.[187]

[180] Международный Валютный Фонд, *Российская Федерация: Оценка стабильности финансовой системы*, Международный Валютный Фонд , 2011 г., с.40

[181] Сбербанк, "Сбербанк сегодня," http://www.sbrf.ru/en/about/bank_today/

[182] International Monetary Fund, "Financial Sector Assessment Program Stability Module: Russian Federation: Aide-Memoire – Preliminary," International Monetary Fund, April 2011, p 16

[183] См. статью 3 Федерального закона о Центральном банке Российской Федерации (http://www.cbr.ru/eng/today/status_functions/)

[184] Economist Intelligence Unit, *Country Finance: Russia*, Economist Intelligence Unit, May 2011, p 38 and See article three of the Federal Law on the Central Bank of the Russian Federation (http://www.cbr.ru/eng/today/status_functions/)

[185] См. Центральный банк России, "Банковское законодательство", Центральный банк России (http://www.cbr.ru/eng/analytics/bank_system/print.asp?file=bank_laws_e.htm); и Economist Intelligence Unit, *Country Finance: Russia*, Economist Intelligence Unit, May 2011, p 38

[186] Bank for International Settlements, *Triennial Central Bank Survey: Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in April 2010*, Bank for International Settlements, 2010, p 11

Рынок долговых обязательств	Торгуются облигации, Евробонды, и IUF.[188]	Торги проходят на двух биржах: ММВБ и РТС.[189] Существуют два вида государственных облигаций: ГКО (государственные краткосрочные облигации) и ОФЗ (облигации федерального займа). Помимо федерального правительства, выпуск облигаций осуществляют региональные и муниципальные органы.[190] Только лицензированные участники могут покупать казначейские векселя на аукционах Центрального банка.[191]	Большинство торгов проходит на ММВБ. Рынок долговых обязательств невелик. В 2009 году непогашенные государственные долговые ценные и непогашенные частные долговые ценные бумаги составляли не более 5% ВВП.[192] На рынке недостаточно долгосрочных ценных бумаг.[193]	Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР;, по облигациям, выпущенным банками – Центральный банк России.[194]
Денежный рынок	Межбанковский рынок. Торгуются коммерческие ценные бумаги. Торгуются три вида РЕПО: прямые, обратной покупки и междилерские.[195]	Рынок коммерческих бумаг – это рынок для необеспеченных корпоративных простых векселей[196]		Рынок коммерческих бумаг, или векселей, не регулируется.[197]

[187] Economist Intelligence Unit, *Country Finance: Russia*, Economist Intelligence Unit, May 2011, p 49

[188] MICEX, "Listing Securities," http://www.micex.com/markets/stock/securities/listing

[189] MICEX, "Listing Securities," http://www.micex.com/markets/stock/securities/listing; RTS, "About RTS", http://www.rts.ru/s602

[190] Economist Intelligence Unit, *Country Finance: Russia*, Economist Intelligence Unit, May 2011, p 55

[191] Economist Intelligence Unit, *Country Finance: Russia*, Economist Intelligence Unit, May 2011, p 55

[192] World Bank, "FinStats"

[193] International Monetary Fund, *Russian Federation: Financial System Stability Assessment*, International Monetary Fund, 2011, p 24

[194] Federal Financial Markets Service (see http://www.fcsm.ru/); Economist Intelligence Unit, *Country Finance: Russia*, Economist Intelligence Unit, May 2011, p 73

[195] Economist Intelligence Unit, *Country Finance: Russia*, Economist Intelligence Unit, May 2011, p 56

Рынок акций	Первичный рынок (первичное размещение акций) и вторичный рынок.	Существует два рынка: ММВБ и РТС.	На ММВБ происходит три четверти всех биржевых торгов акциями. Данные две биржи в настоящее время находятся в процессе слияния, инициированного государством.[198]	ФСФР.[199]
Рынок драгоценных металлов и товарный рынок	Продаются минералы, металлы, энергоресурсы и мягкие товары.[200]	Три биржи: ММВБ, РТС и Межрегиональная биржа нефтегазового комплекса (МБНК).[201]		
Рынок производных инструментов	Торгуются фьючерсы на отдельные акции , фьючерсы на фондовые индексы, процентные фьючерсы, фьючерсы на товары и валютные фьючерсы.[202] Торгуется около 70 американских опционов.[203] Торгуется два вида однодневных валютных свопов: овернайт и «том-некст».”[204]	Функционируют два основных рынка - рынок фьючерсов и опционов на РТС (FORTS), и ММВБ.	FORTS начал работать в 2001 году; занимает большую часть рынка для всех производных валютных опционов, которыми в основном торгует ММВБ.[205] Вся торговля опционами происходит на FORTS.[206] Валютные свопы торгуются на ММВБ, внебиржевом рынке с российскими банками и с Центральным банком России.[207] FORTS занимает десятое место в качестве крупнейшей биржи	Законодательство по производных инструментам отсутствует.[209]

196 Economist Intelligence Unit, *Country Finance: Russia*, Economist Intelligence Unit, May 2011, p 57
197 Economist Intelligence Unit, *Country Finance: Russia*, Economist Intelligence Unit, May 2011, p 57
198 Economist Intelligence Unit, *Country Finance: Russia*, Economist Intelligence Unit, May 2011, p 60
199 Federal Financial Markets Service (see http://www.fcsm.ru/)
200 RTS Exchange, “RTS Stock Exchange and Commodities Market,” RTS, 23rd February 2011
201 RTS Exchange, “RTS Stock Exchange and Commodities Market,” RTS, 23rd February 2011
202 Economist Intelligence Unit, *Country Finance: Russia*, Economist Intelligence Unit, May 2011, p 50
203 Economist Intelligence Unit, *Country Finance: Russia*, Economist Intelligence Unit, May 2011, p 50
204 Economist Intelligence Unit, *Country Finance: Russia*, Economist Intelligence Unit, May 2011, p 51
205 Economist Intelligence Unit, *Country Finance: Russia*, Economist Intelligence Unit, May 2011, p 50
206 Economist Intelligence Unit, *Country Finance: Russia*, Economist Intelligence Unit, May 2011, p 50
207 Economist Intelligence Unit, *Country Finance: Russia*, Economist Intelligence Unit, May 2011, p 51

			производных инструментов. ММВБ занимает 33 позицию.[208]	
Страхование	625 страховых компаний.[210]		На три ведущие страховые компании приходится около 15 % всех страховых взносов. Большинство крупнейших компаний являются отечественными.[211]	В 2011 году регулятор страхового сектора - Федеральная служба страхового надзора, которая ранее являлась подразделением, подотчетным Министерству финансов, была преобразована и введена в состав ФСФР. За ней до сих пор сохранены регуляторные функции, однако Служба работает в рамках деятельности ФСФР, которая в настоящее время охватывает ценные бумаги, страхование, управление активами и пенсионную систему.[212]

209 Economist Intelligence Unit, *Country Finance: Russia*, Economist Intelligence Unit, May 2011, p 51

208 Acworth W, *Annual Volume Survey 2010*, Futures Industry Association, 2011, p 4

210 Economist Intelligence Unit, *Country Finance: Russia*, Economist Intelligence Unit, May 2011, p 21

211 Economist Intelligence Unit, *Country Finance: Russia*, Economist Intelligence Unit, May 2011, p 21/22

212 Economist Intelligence Unit, *Country Finance: Russia*, Economist Intelligence Unit, May 2011, p 23

Таблица 4: Финансовый центр Сингапура: состав банковского и финансового секторов

Сектор	Состав	Структура	Описание	Регулятор
Банковский сектор	114 коммерческих банков 33 универсальных банка 41 оптовый банк 40 оффшорных банков 50 торговых банков 36 представительств банков	Трехуровневая система коммерческих, универсальных, оптовых и оффшорных банков	Универсальные банки предоставляют весь комплекс банковских услуг и регулируются Банковским Актом. Оптовые банки не осуществляют розничных банковских операций с сингапурским долларом. Их деятельность регламентируется Основными направлениями деятельности оптовых банков, изданных органом денежно-кредитного регулирования Сингапура. Оффшорные банки могут осуществлять такую же деятельность, как и универсальные и оптовые банки в рамках операций Азиатских валютных отделов	Валютный департамент Сингапура Отвечает за регулирование и надзор за деятельностью банковского сектора. Его функциями являются: 1) реализация денежно-кредитной политики; 2) надзор за банковской системой; 3) банковское обеспечение Правительства; 4) банковское обеспечение банков; 5) контроль международных резервов; 6) эмиссия валюты; 7) выдача банковских лицензий; 8) кредитор последней инстанции. Деятельность торговых банков санкционируется Актом Валютного департамента; их операции регулируются директивами о торговых банках
Валютный рынок	Открытый (после введения режима плавающего обменного курса сингапурского доллара в 1973 году банки самостоятельно устанавливают курс)	Отсутствие валютного контроля (свободный рынок) Используется режим плавающего обменного курса; система обменного курса сингапурского доллара связана с долларом США	Сингапурский доллар является одной из 11 валют системы связанных непрерывных расчетов (Continuous Linked Settlement). Это устраняет риски валютных расчетов.	Комитет валютного рынка Сингапура, спонсируемый Валютным департаментом Сингапура. На 1 июня 1978 года Сингапур полностью устранил валютный контроль. Комитет валютного рынка Сингапура

			Среднедневные объемы валютных торгов в октябре 2007 года составили 229 миллиардов долларов США Среднедневной валютный оборот составил 231 миллиард долларов США	опубликовал Руководство по осуществлению и рыночной практике казначейской деятельности (*Singapore Guide to Conduct and Market Practices for Treasury Activities*) в качестве стандарта и кодекса деятельности валютного рынка
Рынок долговых обязательств	Долговые ценные бумаги включают облигации, долговые обязательства, ценные бумаги компаний, оборотные депозитные сертификаты и другие инструменты	Включает рынок корпоративных долговых обязательств и ценных бумаг Правительства Сингапура (включают казначейские векселя и облигации)	770 компаний с комбинированной рыночной капитализацией в объеме 671 миллиарда сингапурских долларов Рынок ценных бумаг Пправительства Сингапура продолжает расти	Были созданы стимулы для финансовых учреждений со статусом утвержденных посредников по операциям с облигациями Была создана схема квалифицируемых долговых ценных бумаг (*Qualifying Debt Securities)*
Рынок краткосрочного капитала	Межбанковский рынок Дисконтный рынок Основными участниками рынка являются коммерческие банки, торговые банки, денежные брокеры и Валютный департамент Сингапура	Все четыре дисконтных дома являются совместными предприятиями местных банков и зарубежных финансовых групп	Межбанковский рынок представлен сделками между банками. Основной функцией дисконтных домов является прием краткосрочных средств от коммерческих банков и, в меньшей степени, от других финансовых организаций	Валютный департамент Сингапура. В соответствии с положениями Банковского Акта, от коммерческих банков требуется держать счета в Валютном департаменте Сингапура Основными инструментами являются: 1) казначейские векселя; 2) акции и облигации Правительства; 3) переводные векселя; 4) оборотные депозитные сертификаты
Рынок акций	Первичный рынок Вторичный рынок	Несколько способов привлечения	Первичный рынок эмитирует новые	Компаниям, привлекшим капитал в

		капитала на рынке акций: эмиссия государственных ценных бумаг; предложение для продажи; частное размещение; бонусная эмиссия и эмиссия прав	акции, включая долевые инструменты После размещения данных акций ими торгуют вторичный рынок и биржа	форме акций путем открытой подписки, необходимо получить листинг на фондовой бирже Сингапура
Рынки золота и товаров	Рынок золота состоит из двух основных сегментов: спотового рынка (включающего Loco London и Singapore kilobar market) и рынка фьючерсов. Сингапурская товарная биржа (SICOM) торгует товарными фьючерсами (например, каучук)	Компании, частные лица, резиденты и нерезиденты могут свободно участвовать на рынке Золотые слитки класса легкого веса также продаются на рынке весового золота	Сингапурская товарная биржа имеет компьютерную сеть, связывающую маркет-мейкеров и брокеров. Все контракты проходят через клиринговую палату	Комитет по торговле каучуком осуществляет надзор за процессом приватизации Ассоциации каучука Сингапура
Управление активами	Схемы коллективных инвестиций включают инвестиционные тресты, фонды денежных рынков, фонды имущества Альтернативные инвестиции: инвестиционный траст недвижимости, частные акции, венчурный капитал и хеджинговые фонды	В управлении активами участвуют другие финансовые организации, такие как банки и страховые компании	Считается одним из главных центров управления активами Азиатско-тихоокеанского региона	Валютный департамент Сингапура оказывает поддержку сектору управления активами с помощью следующих стимулов: 1) расширение благоприятного налогового режима для иностранных инвесторов; 2) расширение благоприятного налогового режима для доходов иностранных трастовых схем; 3) расширение благоприятного налогового режима для механизмов целевых инвестиционных трастов Листинг инвестиционных фондов на Сингапурской бирже

				должен проходить в соответствии с критериями листинга
Рынок азиатских долларов	Источники: центральные банки, правительственные структуры, коммерческие банки и другие финансовые организации. К небанковским источникам относятся состоятельные лица и компании, занимающиеся международной торговлей	В свете более широкой концепции международного рынка капитала. Состоит из финансовых учреждений, заимствующих и кредитующих в долларах и в других валютах за пределами стран происхождения	Рынок представляет собой международный финансовый рынок, в котором учреждения принимают депозиты в твердой валюте вне стран их происхождения.	Стимулы для финансового сектора. Азиатским валютным отделам автоматически предоставляются налоговые льготы стандартного уровня на пять лет.
Рынок производных инструментов (фьючерсы)	Производные инструменты представлены пятью продуктами: фьючерсы на фондовые индексы; процентные фьючерсы; 3) фьючерсы на ближневосточную сырую нефть (MECO); 4) фьючерсы на динамические запоминающие устройства с произвольной выборкой; 5) фьючерсы на отдельные акции	Отдел торговли фьючерсами Сингапурской биржи имеет две торговые системы: голосовой рынок и электронную торговую систему	Отдел торговли фьючерсами Сингапурской биржи стал ведущей биржей по торговле производными инструментами в Азии	Клиринговая компания “Singapore Exchange Derivatives Clearing Pte Ltd” осуществляет ежедневный клиринг и расчеты, контролирует передачу контрактов, управляет системой взаимных зачетов Правила торговли ценными бумагами на Сингапурской бирже отражают современную рыночную практику
Страхование	151 зарегистрированная страховая компания 61 прямых страховщика 28 перестраховочных компаний 62 кэптивных страховщика 6 уполномоченных компаний по перестрахованию	Страховые компании могут осуществлять страховую деятельность в Сингапуре в качестве зарегистрированных страховщиков, уполномоченных компаний по перестрахованию или зарубежных компаний. Общий объем страхования	Деятельность зарегистрированных компаний по страхованию жизни/общая страховая деятельность регламентируется в соответствии с Разделом 8 Закона о страховании. Компании по перестрахованию могут осуществлять	Для улучшения продуктов страхования жизни, Валютный департамент Сингапура учредил Комитет по эффективному распределению страхования жизни. Прямые брокеры отрасли общего страхования приняли Общий страховой кодекс и руководство

		составляет 152,8 миллиарда сингапурских долларов.	перестрахование без присутствия в Сингапуре в качестве уполномоченных компаний по перестрахованию в соответствии с Разделом 8 А Закона о страховании	по практике страховой деятельности (General Insurance Code of Practice and the Guidelines), разработанный Ассоциацией общего страхования совместно с Ассоциацией страховых брокеров Сингапура

Источник: органы денежно-кредитного регулирования Сингапура

Приложение 2: Некоторые аспекты инфраструктуры и регулирования рынка в России

Вопросы	Меры, которые необходимо реализовать	Комментарии по зарубежной практике
Развитие целевых пруденциальных требований к участникам рынка в зависимости от их рисков		
1. Проблемы с депозитариями, регистраторами и кастодианами		
A. Обязательства и защита интересов покупателей. Россия характеризуется моделью двухуровневого владения ценными бумагами, в рамках которой собственность на ценные бумаги подтверждается записью в реестре и /или депозитарии (номинальные владельцы в реестре). Отличительной чертой российской системы передачи и регистрации ценных бумаг является большое количество торговых, расчетных, депозитарных и клиринговых систем.[213] Эффективность регистрационной и депозитарной системы является одним из важнейших факторов, определяющих окончательный характер расчета и эффективность торговли ценными бумагами. Для российской системы передачи ценных бумаг характерны следующие недостатки: 1. Несоответствия между усовершенствованным законодательством по ценным бумагам и положениями Гражданского кодекса о защите добросовестных покупателей ценных бумаг, выпущенных в бездокументарной форме, что в результате становится причиной непоследовательной судебной практики вследствие исключения бездокументарных ценных бумаг из сферы защиты, применяемой к другим классам ценных бумаг. 2. Неполные правила в отношении обязательств регистраторов и депозитариев, когда инвесторам сложно предъявлять требования о восстановлении записей, выплате полной стоимости ценной бумаги, которая была утеряна вследствие какой-либо ошибки или несоответствия (намеренной или непреднамеренной) в регистрационной системе или требования о возмещении регистратором фактических убытков, вызванных таким сбоем;	-Гармонизация положений гражданского законодательства о защите добросовестных покупателей бездокументарных ценных бумаг с положениями законодательства о ценных бумагах, с предоставлением гарантий о том, что честность добросовестных покупателей ценных бумаг предполагается, особенно если покупатель в момент покупки не был осведомлен о неблагоприятных обстоятельствах, связанных с покупкой ценной бумаги. Такая законодательная гарантия обеспечивает рыночную ликвидность и доверие инвесторов. - Если нарушаются права добросовестных покупателей, должен существовать режим их восстановления и компенсации. - ответственность регистраторов и депозитариев в случае намеренных или непреднамеренных ошибочных записей в системе должна быть более четко определена на законодательном уровне; - Должен использоваться унифицированный стандарт гарантии подписи для всех регистраторов – участников одной системы, что, тем самым, обеспечит возможность сверки	В США регистратор, который неверно зарегистрировал ценную бумагу, должен восстановить правильную запись по запросу истца, за исключением случаев, когда такая регистрация приводит к избыточному количеству ценных бумаг в сравнении с максимумом, заявленном в проспекте. В данном сценарии тождественная ценная бумага должна быть переведена истцу, или стоимость тождественной бумаги должна быть выплачена покупателю, включая проценты, начисленные с момента подачи требования. В США также существует программа гарантии подписи, где трансфер-агенты могут запросить у профессиональных участников рынка подтверждение подлинности подписи, и такое подтверждение предоставляется в форме гарантии. Наиболее популярной программой является программа «STAMP», объединяющая брокеров, дилеров, банки и торговые платформы, которые заключают компенсационные соглашения, обязывающие их предоставить компенсацию регистраторам за ущерб, причиненный в связи с ошибкой гаранта. Чтобы гарантировать компенсационные выплаты, участники приобретают страховые полисы, которые гарантируют их финансовые обязательства. От регистраторов, участвующих в системе, требуется возвращать трансферты, которые не имеют оригинала Медальонной печати о гарантии подписи, которая гарантирует, что лицо, подписывающее полномочия по акции, является законным владельцем или уполномоченным

[213] В соответствии с базой данных Российской ассоциации регистраторов, российская система передачи и регистрации ценных бумаг включает 32 регистратора, 49 депозитариев и 20 специальных депозитариев (кастодианов), www.partad.ru

3. Регистраторы и депозитарии не обязаны страховать профессиональную ответственность, поскольку у них есть добровольный выбор в этом отношении. Существующая практика солидарной ответственности регистраторов и эмитентов за убытки, вызванные ошибочной записью в реестре, не создает стимулов для регистраторов для объединения и развития системы страхования профессиональной ответственности.[214] 4. Длительность и стоимость судебных процедур по принудительному осуществлению прав собственности может быть значительной и увеличивать сводные операционные издержки, связанные с передачей ценных бумаг. 5. Программа гарантии подписи в России является добровольной. Однако она не получила полного развития, поскольку существует в сходных косвенных системах (в США, например, регистраторы обязаны отказать в передаче при отсутствии оригинала Медальонной печати о гарантии подписи). Хотя стандартная форма соглашения о гарантии подписи разработана СРО, при расчете регистраторы все же могут потребовать физического присутствия лица, передающего бумагу или его брокера, и разрабатывать свои собственные стандарты гарантирования подписи. Даже если такая гарантия предоставляется, регистратор может не принять ее и потребовать всю первичную документацию, указанную в законодательстве, для передачи права собственности.	сводных балансов по авторизованным переводам в конце дня. Такая система должна быть связана с депозитариями, чтобы обеспечить возможность сверки ценных бумаг на счетах депозитариев с данными номинальных счетов в реестре. Для эффективной торговли в случае передачи бездокументарных ценных бумаг, необходимо иметь систему электронных подписей и единую систему нумерации ценных бумаг. - Разработка страховых стандартов и механизмов для гарантов и участников регистрационной системы. - Изменения в законодательстве, устанавливающие приоритет записей центрального депозитария в отношении записей регистраторов.	юридическим представителем с правом подписи от имени владельца. Медальонную печать о гарантии подписи можно получить в банке США, национальном кредитном союзе, или в зарегистрированной в США брокерской компании. Уполномоченный представитель подписывает Медальонную печать о гарантии подписи от имени своей организации; при этом фамилия и должность отпечатаны ниже. Соответственно, регистраторы не принимают нотариально заверенную подпись. В США передача права собственности на ценную бумагу трансфер-агентом выполняется бесплатно.[215] Хотя компания – гарант может установить плату за свои услуги, как правило, это не делается, а включается в пакет услуг клиентам.[216]
B. Эффективность инфраструктуры 1. Совместное функционирование двух параллельных систем регистрации прав на ценные бумаги с множественными участниками (ориентированные на клиентов депозитарии и ориентированные на эмитентов регистраторы) создает неопределенность в отношении прав собственности, поскольку записи в реестрах ценных бумаг признаются судом как имеющие приоритет над записями депозитариев, тем самым вынуждая некоторых инвесторов регистрировать свои	- В соответствии с рекомендациями BIS в отношении расчетных систем по ценным бумагам, предлагается способ достижения эффективности системы посредством создания технических возможностей удовлетворения требований пользователей к операционной системе.[217] - Для реализации принципа эффективности IOSCO в России,	В США, где акции выпускаются не на предъявителя (как и в России), регистраторы ценных бумаг работают как независимые юридические лица и не вовлечены в деятельность других субъектов. Регистраторы работают параллельно с депозитариями, где первые отвечают за регистрацию прав акционеров, а вторые за хранение ценных бумаг и упрощение торговых операций. В то же время, во многих европейских странах, например, в Германии, Норвегии, Бельгии, ценные бумаги

[214] Постановление Конституционного суда Российской Федерации от 28 января 2010 г. N 2-P подтвердило принцип исключительной ответственности эмитента ценных бумаг и убытков регистратора.

[215] American Stock Transfer & Transfer Company Q&A for investors http://www.amstock.com/shareholder/sh_transferquestions.asp

[216] SEC: "Signature Guarantees: Preventing the Unauthorized Transfer of Securities". 2009 http://www.sec.gov/answers/sigguar.htm

[217] Рекомендации для расчетных систем по ценным бумагам. CPSS Publications No 46

интересы собственности у регистраторов вместо того, чтобы полагаться на более эффективную систему торговли с использованием системы депозитариев. Риск такой системы заключается в том, что даже если достигается необходимая эффективность расчета, нагрузка на систему может оказаться слишком высокой в отношении других аспектов (например, записи о корпоративных действиях, хранение и т.д.). 2. Хотя Закон о ценных бумагах разрешает электронное хранение информации, необходимой для идентификации ценных бумаг и прав собственности их владельцев в реестрах и депозитариях, в России по-прежнему преобладает бумажная документация. Крупнейшие депозитарии предлагают электронный документооборот, но в целом операции в рамках системы регистраторов оформляются на бумаге, что требует многочисленных доставок и авторизаций. Более того, каждая группа участников имеют свою собственную систему хранения электронных документов, что создает проблему совместимости. Обмен информацией между эмитентами, регистраторами, депозитариями и инвесторами включает распоряжения о передаче ценных бумаг, информацию о новых владельцах, уведомления о корпоративных событиях и т.д. Такая сложная система требует создания унифицированных стандартов документооборота, с использованием унифицированных электронных сообщений внутри системы и обеспечения совместимости данных систем.	законодательство и регуляторные механизмы должны предусматривать широкое использование электронных сообщений для обмена информацией между участниками системы в соответствии с международными стандартами, включая отмену требований об обязательном оформлении операции на бумажном носителе и разрешение использования электронных документов и раскрытие информации о корпоративных действиях. - Необходимо разработать и реализовать под руководством регулятора поэтапный план перехода к такой системе обмена информацией, совместимой с системами, используемыми в других странах (SWIFT, ISO).[218] Использование признанных на международном уровне стандартов для форматов сообщений облегчило бы доступ к базе иностранных инвесторов и не потребовало бы обязывать одну часть существующей системы использовать системы уже предложенные другой частью. - Для широкого использования стандартов ISO на российской фондовой бирже, регулятор в сотрудничестве со SWIFT может определить те области, где российские формы финансовых сообщений не соответствуют международным стандартам, и по результатам такого анализа подготовить рекомендации о внедрении данных стандартов. - Кроме того, следует разработать дополнительные единые стандарты для автоматизированных систем, используемых торговыми площадками и площадками	регистрируются центральным депозитарием, а регистрация ценных бумаг сочетается с другой деятельностью, как правило, депозитарной. В США и Германии, собственность на акции не зависит от регистрации, и от правопреемника не требуется регистрировать акцию для того, чтобы владеть ею в физической форме. Однако права акционеров могут быть реализованы только зарегистрированными акционерами. В связи с тем, что в Германии, в отличие от США, незарегистрированный владелец акции имеет право получать дивиденды, мотивация для регистрации в Германии ниже, чем в США. В некоторых странах система регистрации не развивалась исторически, в силу традиции выпуска акций на предъявителя (хотя в настоящее время они широко не используются, и если документ утерян, сложно восстановить право владения; акции на предъявителя не разрешены к обращению в России). Когда акции на предъявителя поступают в торговую систему, они должны быть конвертированы центральным депозитарием в зарегистрированные акции и храниться там для упрощения системы торговли. Центральные депозитарии эффективно выполняют функции изъятия ценных бумаг из обращения и перевода их в бездокументарную форму, упрощения передачи ценной бумаги от одного клиента к другому, размещения и списания ценных бумах с депозитарных счетов клиентов. В США Депозитарная трастовая компания (ДТК) является крупнейшим номинальным держателем ценных бумаг для своих клиентов. ДТК является дочерней компанией Депозитарной трастовой и клиринговой корпорации, которая посредством своих филиалов обеспечивает клиринг, расчеты и информационные услуги в отношении акций, корпоративных и муниципальных ценных бумаг, государственных и обеспеченных залогом бумаг, инструментов денежного рынка и внебиржевых производных инструментов. Центральный депозитарий существует и в Германии, и все ценные бумаги,

[218] Россия уже начала реализовывать коды ISO для иностранных ценных бумаг, пригодных для торговли в России

	внебиржевого рынка. - Задача создания унифицированной системы электронных сообщений и форм не может быть решена исключительно за счет участников инфраструктуры, учитывая их разную мотивацию и ориентацию в обслуживании клиентов, а также за счет ограничений на законодательном уровне. Регулятору следует принять активную роль в установлении стандартов будущей системы. - Для того, чтобы ускорить регистрацию и передачу ценных бумаг в рамках российской депозитарной системы, депозитарии должны иметь корреспондентские счета друг с другом и использовать одинаковый формат передачи электронных сообщений.[219][220] - Единый официальный источник информации о корпоративных действиях снизил бы нагрузку на систему в отношении различных корпоративных событий. - Следует изъять из обращения или перевести в бездокументарную форму физические сертификаты в центральном депозитарии, что даст возможность проводить сделки без фактического физического движения ценных бумаг. Следует ввести бездокументарный учет прав собственности на активно торгуемые ценные бумаги.[221]	торгуемые на фондовой бирже Германии размещаются в центральном депозитарии – системе «Clearstream». Европейская система «Euroclear» включает центральные депозитарии Франции, Нидерландов и Бельгии, обеспечивая трансграничную систему расчетов. В настоящее время «Euroclear» находится в процессе гармонизации деятельности по обработке данных всей группы «Euroclear» и на заключительной стадии достижения минимизации издержек, связанных с расчетами по ценным бумагам на всей территории. В Японии роль центрального депозитария исполняет Центр депозитариев ценных бумаг, основанный в 1984 году. Система осуществляет бездокументарную передачу акций, например компьютеризированное управление (выпуск, передача и погашение) правами собственности акционеров в соответствии с Актом о передаче облигаций и акций, который отменяет сертификаты акций для акций публично котируемых компаний. Украина недавно утвердила новый закон о центральном депозитарии и обязалась принять меры по переводу в бездокументарную форму всех котируемых ценных бумаг. В международном масштабе широко используется электронная система SWIFT, и она подразумевает полностью автоматизированную обработку информации в отношении операций с ценными бумагами в соответствии со стандартами ISO. В 2009 году Европейская ассоциация центральных депозитариев издала Рыночный стандарт обработки данных о корпоративных действиях, который содержит унифицированные стандарты для распространения, реорганизации и управления операциями. Для такой стандартизированной обработки используется формат SWIFT, обеспечивающий меньшие транзакционные издержки, более оперативную обработку и эффективную защиту прав участников рынка.

[219] В настоящее время 126 компаний могут переводить ценные бумаги между двумя крупнейшими депозитариями – Депозитарно-клиринговой компанией и Национальным депозитарным центром; при этом каждый из них присваивает свои депозитарные коды одним и тем же бумагам. Данные Национального депозитарного центра в открытом доступе.

[220] Эта мера также включена в “Стратегию развития финансового рынка России до 2020 года” утвержденной Постановлением Правительства от 29 декабря 2008 года N 2043-р.

[221] CPSS Publications No 46

		Консолидация европейских центральных депозитариев осуществляется за счет слияний и приобретений или участия на технологических площадках друг друга.
C. Номинальные счета для иностранных депозитариев 1. Российское законодательство требует, чтобы держатель номинального счета был “профессиональным участником рынка ценных бумаг”, который должен быть лицензирован в России. В настоящий момент иностранный депозитарий не может получить лицензию и стать профессиональным участником рынка, и, следовательно, он не может установить междепозитарные отношения с российским депозитарием. 2. Расчетные депозитарии не полностью соответствуют Закону об инвестиционных компаниях США 1940 года (Статьи 17f-5 и 17f-7), что не позволяет хранить активы американских инвестиционных компаний российским кастодианам и ограничивает кастодиальные механизмы с российскими кастодиальными депозитариями. 3. В результате, на нескольких стадиях операции существует требование об установлении кастодиальных взаимоотношений с иностранным фондом, выступающим в роли кастодиана для своих клиентов, которые намерены инвестировать в российские ценные бумаги.[222] 4. Иностранным банкам, которые планируют операции с российскими ценными бумагами, часто требуется получать разрешение у регуляторов для заключения кастодиальных соглашений с российской дочерней компанией- кастодианом. Получение такого письма об отказе от судебного преследования является дополнительным барьером для иностранных инвесторов, что еще больше увеличивает общие транзакционные издержки и плату за клиентский доступ к инфраструктуре российского рынка.	Будущий закон о Центральном депозитарии ценных бумаг должен разрешать открытие номинальных счетов иностранным депозитариям в российском центральном депозитарии ценных бумаг, что позволит иностранным инвесторам использовать российскую инфраструктуру для инвестирования в российские ценные бумаги, и обеспечит перекрестные связи между российскими и зарубежными депозитариями.	Закон об инвестиционных компаниях США 1940 года (Статья 17f-5) устанавливает требования в отношении “приемлемого иностранного кастодиана”, такие как безопасность и практика защиты данных, финансовая устойчивость и правоприменение судебных решений США к иностранным кастодианам (например открытие офисов в США или согласие обслуживать процесс в США) и централизованное владение ценными бумагами. Статья 17f-7 устанавливает дополнительные требования для какстодианов: централизованное владение, раздельное хранение активов клиентов и др. Страны БРИК не разрешают иностранным учреждениям открывать номинальные счета. Большинство стран АСЕАН разрешают открытие номинальных счетов.

[222] Такие механизмы включают открытие и лицензирование дочерней фирмы в России, которая заключает кастодиальное соглашение с ее филиалом в России, согласно которому филиал принимает на себя обязанность по отношению к материнской кастодиальной компании за рубежом должным образом регистрировать ее ценные бумаги, проводить регулярные подтверждения акций, держать акции от ее имени в качестве номинального владельца и проводить периодический аудит для проверки реестра акций. Данный механизм может также включать использование оффшорных счетов условного депонирования, аккредитивов и другой документации.

D. Некоторые последствия неэффективности инфраструктуры –рынок ADR 1. При прямой покупке российских ценных бумаг иностранными инвесторами клиринг и расчеты могут занимать до 2 недель. Прямые инвесторы в российские ценные бумаги также несут риск банкротства российского банка-кастодиана или брокера, участвующего в покупке ценных бумаг. Юридическая защита посредством российских судов дорогая и нежелательна для иностранных инвесторов. **2.** На практике многие инвесторы предпочитают покупать ADA (ценные бумаги, выпущенные за рубежом, подтверждающие права на определенный объем российских ценных бумаг) вместо выпуска РДР внутри страны. ADA регистрируются в системе Американского депозитарного банка или его российским агентом. Учетные записи таких депозитарных банков имеют приоритет в сравнении с учетными записями российских регистраторов. ADA представлены в бездокументарной форме, что обеспечивает более надежную защиту инвесторов.	Привлечение капитала на высоколиквидных зарубежных рынках является обычной практикой среди крупнейших мировых корпораций, которые также могут получать преимущества регуляторного арбитража, выбирая наиболее подходящие страны для своих программ ADR. Программы ADR также помогают получить справедливую рыночную стоимость ценных бумаг и обеспечивают прозрачность информации в отношении фактической рыночной стоимости, тем самым содействуя созданию ликвидности и установлению цен на ценные бумаги на внутреннем российском рынке. Увеличение ликвидности внутреннего рынка может быть обеспечено за счет развития инфраструктуры и привлечения большего числа иностранных инвесторов на рынок РДР. Ограничение соотношения акций, которые могут быть использованы в программах ADR российскими эмитентами, как это происходит сейчас, может вызвать определенные искажения рынка и ограничить доступ российских компаний к иностранным инвестициям. В этой связи, устранение ограничений на выпуск ADR отечественными компаниями обеспечит для них более благоприятные условия на международных рынках капитала, не вызывая ущерба для ликвидности российского рынка. Альтернативным способом стимулирования развития отечественного рынка ценных бумаг может стать создание благоприятного климата для мелких эмитентов на внутреннем рынке, что увеличит рыночную ликвидность и инструментальную базу путем упрощения выпуска, регистрации и правил торговли акциями для более мелких компаний.	Особый интерес здесь представляют инициативы Великобритании и ЕС по созданию бирж для средних и малых компаний. Законодательство США предусматривает некоторые льготы в отношении квалифицированных инвесторов, а также устанавливает определенные правила в случае, если выпуск ценных бумаг не подлежит регистрации. Это также может быть использовано в качестве примера потенциальной сферы развития рынка в России (вопрос также описывается ниже в разделе "Регистрация инвесторов").

2. Секюритизация		
Ценные бумаги, обеспеченные ипотекой A. Вследствие общей высокой стоимости секьюритизации в России, рынок секьюритизированных облигаций или обеспеченных ипотекой ценных бумаг неактивен. Основными причинами являются высокая инфляция, несовершенное регулирование секьюритизированных инструментов и ограниченный доступ на рынок институциональных инвесторов. Учитывая то, что секьюритизация ипотечных ценных бумаг позволяет создать доступные инвесторам на рынке долгосрочные инструменты, развитие данного сектора является критически важным для успешной реализации политики рефинансирования банков и эффективного управления капиталом. B. Существует несколько известных типов ипотечного финансирования: продажа пулов ипотечных кредитов, обеспеченные ценные бумаги, выпущенные ипотечными банками или универсальными банками, ценные бумаги, обеспеченные ипотекой, выпущенные банками или специализированными ипотечными учреждениями. Российское законодательство по ипотечным ценным бумагам включает два разных типа ценных бумаг – обеспеченные облигации, (часто сравниваемые с немецкими закладными ("pfandbriefer") и "ипотечные сертификаты участия" (которым присущи некоторые черты ценных бумаг, обеспеченных ипотекой, выпущенных специализированными ипотечными ассоциациями, (такими как Fannie Mae). В отношении российской системы следует указать определенные правовые риски: - возможность неадекватного ведения земельного кадастра (информация об ипотеке и приоритетных требованиях может быть не внесена); - некоторые специалисты выражают озабоченность тем, что права, возникающие в связи с ипотечным правом удержания (закладная– особый вид ценных бумаг) не полностью отделены от условий базового контракта (при этом возникает вопрос о том, можно ли разделить ипотечное залоговое право и финансирование, и каковы юридические последствия дефекта права собственности для юридической силы кредитного соглашения); потенциально это	С учетом начальной стадии развития рынка, Правительство должно определить, является ли целью нормативного регулирования на среднесрочную перспективу построение системы, в первую очередь ориентированной на внутренних инвесторов или же на иностранных инвесторов и международные сделки. В зависимости от избранного регуляторного подхода, на законодательном уровне можно реализовать определенные шаги, направленные на содействие развитию рыночной инфраструктуры, что наиболее приветствуется инвесторами и обеспечивает банки привлекательным финансированием для их ипотечной кредитной деятельности. - с точки зрения внутренних инвесторов изначальная структура рынка для ипотечных облигаций, вероятно, должна была бы подразумевать, что выпуск ценных бумаг наилучшим образом удовлетворяет потребности отечественных инвестиций и регулирования ценных бумаг. Рейтинги не являлись бы основным требованием, особенно в отношении небанковских посредников без рейтинга (например, пенсионные фонды). Законодательство требовало бы приемлемости ценных бумаг для внутренних сделок РЕПО, хотя предпочтительнее был бы простейший финансовый продукт (отсутствие опционов «колл») с доступом	Учитывая, что в настоящий момент российская ипотечная система финансирования находится на ранней стадии развития, опыт других стран Центральной Европы (таких, как Польша, Чешская Республика, Словакия, Венгрия) с похожими исходными условиями в построении ипотечной секьюритизации представляет особый интерес. Как и Россия, страны Центральной Европы сталкивались с проблемой пробелов в законодательной и регуляторной реформе (особенно в отношении непрозрачного передачи инвесторам ипотеки или ипотечных пулов, вопросов налогообложения, недостаточной правоприменительной практики, отсутствия необходимого качества обслуживания кредитов, резервирования залога, несовершенства земельного кадастра, отсутствия истории пулов). Универсальный доступ к рынкам капитала посредством жилищных ипотечных ценных бумаг являлся не краткосрочной задачей для этих стран вследствие общего отсутствия развития рынка капитала (инфраструктура рынка капитала, налогообложение финансового сектора, законодательство о ценных бумагах, отсутствие закона о секьюритизации, вопросы резервирования и передачи залога, непроверенная переуступка ипотеки). Наличие таких исходных условий сделало невозможным публичный выпуск ценных бумаг, обеспеченных ипотекой, и привело к отмене сделок и их замену на банковское рефинансирование.[230] Недостаточная инфраструктура ипотечных банков и неблагоприятные капитальные начисления для банков, имеющих ипотечные ценные бумаги, могут привести к тому, что транзакционные издержки рынка ипотечных ценных бумаг станут слишком высоки. Бельгия является примером одной из немногих стран, где ипотечные ценные бумаги были успешно внедрены. Это стало возможным после введения в 1993 года Закона о

может вызвать вопрос о юридической силе ипотечного залогового права в случае дефектов, лежащей в основе ипотеки; [223] - не требуется регистрировать передачу ипотечного залогового права в государственном реестре, однако держатели могут запросить регистрацию своих ценных бумаг в реестре, что потенциально может создать разный уровень защиты тех владельцев, которые включены в государственный реестр в сравнении с теми, кто предпочитает не регистрироваться; - Статья 14 Закона об ипотеке устанавливает обязательные условия ипотечного залогового права (закладной). Если условия не выполняются, закладная не считается действительной и теряет свой статус в качестве ценной бумаги, которая может быть продана владельцам рассылочных списков. Однако, тем не менее, на практике такие "дефектные" бумаги с неясными последствиями их правового статуса могут выпускаться. Закон должен конкретизировать, каким образом можно устранить данные дефекты; - механизм регистрации ипотеки не всегда надежен, поскольку он несет в себе риск обращения взыскания третьим лицом во время регистрации объекта или риск использования одних и тех же активов в двойственных мошеннических залоговых схемах (см. далее в части 3); - значительный период регистрации ипотеки (до одного месяца); - длительность процесса перехода заложенной недвижимости в собственность залогодержателя: российское законодательство предусматривает судебную процедуру требования заложенного недвижимого имущества, если соглашением сторон не предусмотрено контрактное право регресса. Даже если разрешено контрактное право регресса, заемщик, тем не менее, может использовать систему государственного арбитража с тем, чтобы блокировать переход заложенной недвижимости в собственность залогодержателя, оспаривать юридическую силу соглашения о праве регресса или запрашивать об отсрочке продажи до 1 года.[224] [225] В связи с тем, что длительность судебного разбирательства (до 1 года) не приемлема для секьюритизации, в сделках по секьюритизации на внутреннем рынка используются	институциональных инвесторов к предлагаемым ценным бумагам. - для иностранных инвесторов необходимы такие факторы, как рейтинг, близкий к значению суверенного; национальное законодательство и рыночная практика должны следовать международным стандартам, особенно для активизации вялых /вторичных рынков, создавая возможность проводить рыночную переоценку (ключевое требование для взаимных инвестиционных фондов); - Правительство России предприняло важные шаги для увеличения оборота ипотечных ценных бумаг (такие, как введение депозитарного хранения ценных бумаг и проект изменений в Закон об ипотечных ценных бумагах, недавно подготовленный Федеральной службой по финансовым рынкам. Дальнейшее юридическое развитие в отношении данного вида сделок будет зависеть от успешного развития правил о залоге (см. раздел о залоге ниже), законодательства по вопросам строительства и земельного законодательства; - некоторые из указанных юридических рисков будут смягчаться по мере наработки юридической практики и автоматизации процессов (земельное законодательство, регистрация ценных бумаг). В отношении других потребуется внесение изменений в действующее законодательство, в зависимости от избранной структуры. Например,	секьюритизации, который обеспечил значительную стандартизацию таких сделок, высокое качество кредита, гарантированное Фламандским регионом, благоприятное значение взвешенного на риск капитала в отношении ипотечных ценных бумаг (50 %) и налоговые льготы (бельгийские институциональные инвесторы раньше активно работали в Великобритании и на рынке США с ценными бумагами, обеспеченными активами и были знакомы с данным продуктом к моменту его внедрения на внутреннем рынке). Однако, в начале 2000-х годов стало очевидно, что традиционные обеспеченные ценные бумаги (например, немецкие "pfandbriefer") стали рыночной нишей для стратегии долгосрочного инвестирования. В Германии традиционный рынок "pfandbriefer" из-за своей низкой ликвидности (альтернатива отсутствию условий досрочного выкупа - процентные ставки, связанные со сроками погашения, желательные для заемщиков, могут быть плавающими) все активнее замещается другими источниками финансирования, такими как розничные депозиты. В 1999 году ипотечными облигациями финансировалось около 15 % новых ипотечных кредитов. Секьюритизация посредством действительной продажи инвестиционных схем стала важной частью бизнес-моделей определенных банков и других специализированных кредиторов ("Standard and Poor's", 2003). Вследствие неблагоприятного налогового режима в Германии в отношении специализированных дочерних фирм и нечетких положений закона о банкротстве в отношении передачи активов /залога, стали популярными сделки секьюритизации, связанные с продажей портфелей коммерческой и /или жилищной собственности с использованием специализированных дочерних фирм за пределами Германии (часто для не немецких пулов активов). Были также предприняты некоторые шаги для развития внутренних ценных

230 "Globe" Commercial Property Deal in Poland

223 Demushkina Ekaterina. "The Legal Problems of Applicability of Accessory Rights and Material Rights Protection in Relation to Mortgage Institute in Russian Civil Law". 2010

224 Статья 51 Закона об ипотеке

225 Статья 54.3 Закона об ипотеке

дополнительные гарантии, такие как аккредитивы и банковские гарантии[226]; - продажа жилья, в котором имеется доля ребенка или продажа жилья умерших лиц, где наследники по закону не определены, может стать проблематичной вследствие действующих правил о юридическом представительстве; практика выселения непопулярна и не очень хорошо развита; - схема передачи прав обслуживания резервному сервисному агенту не совсем понятна; хотя и существует возможность передачи прав специализированной государственной управляющей компании, порядок передачи личных данных, закон о банковской тайне, применение налога на прирост капитала в отношении такой передачи не определены, что вызывает потенциальные вопросы, связанные с длительностью, точностью и объемом убытков, понесенных в течение периода передачи; - недостаточно четкая процедура выпуска сертификатов ипотечного участия и несколько усложненная процедура управления залогом и регистрации ценных бумаг не стимулирует выпуск таких инструментов; в настоящее время вследствие нечеткой юридической структуры выпусков таких сертификатов не было; - облигации часто размещаются среди ограниченной группы инвесторов или повторно выкупаются компанией, связанной с оригинатором; - существует риск недостаточной изоляции денежных потоков, предназначенных для держателей ценных бумаг специализированной дочерней фирмы в рамках института банкротства, когда специализированная дочерняя фирма имеет счет в результате отсутствия концепции счетов условного депонирования; - раскрытие информации: стандартизация раскрытия заемщиком (например, годовой процентной ставки оплаты) важна для снижения потенциальных рисков дефолта, связанного с ипотечным залогом, посредством обучения заемщиков принимать правильные инвестиционные решения; однако, такая стандартизация еще не введена; раскрытие видов предоплаты эмитенту (рефинансирование или продажа); - допускается частичное досрочное погашение покрытых	расширение круга институциональных инвесторов, допускаемых на рынок, меры, упрощающие и уточняющие выпуск ипотечных ценных бумаг, гибкость в выборе траншевых схем, введение счетов условного депонирования.	бумаг, обеспеченных активами: одной из наиболее известных инициатив является так называемая инициатива “Действительной продажи ” KfW. Она была направлена на определение приемлемых стандартов для выпуска ценных бумаг, обеспеченных активами, на создание в Германии общей инфраструктуры для секьюритизации, стимулирование внесения изменений в соответствующие законодательные акты и на определение и реализацию стандартов цены и качества для выпуска ликвидных ценных бумаг, обеспеченных активами. Целью национальной инициативы было сдерживание доступа малых и средних отечественных банков на международные рынки с целью использования эффективности механизмов структурированного финансирования. Поскольку Закон о банкротстве не устанавливает отдельных прямых правил для таких операций, немецкий закон о субсидиях использовался для установления отдаленности причинной связи банкротства владельца.[231] Первые ценные бумаги, обеспеченными активами, с использованием немецкой специализированной дочерней фирмы “Drive One” были выпущены в 2004 году (110, 000 потребительских кредитов “Volkswagen Bank” на сумму 1,2 миллиарда Евро). В соответствии с данными “Standard and Poor’s” некоторые крупнейшие европейские банки увеличили процентное соотношение своего балансового и забалансового финансирования на 30 % (“Centro-leasing”, “Agos Financing” – в Италии, “Bancinter” – в Испании). Снижение требований к достаточности регуляторного капитала, ослабление требований по хозяйственному капиталу и диверсификация рисков были основными стимулирующими факторами данного вида секьюритизации. Экономический кризис 2007 года выявил недостатки финансирования ценными бумагами, обеспеченными ипотекой. В условиях кризиса выпуск покрытых облигаций стал основным инструментом,

[226] Инвесторы могут также столкнуться с заявлением права на залог на участок земли и примыкающие здания, когда такие здания были присоединены к участку после совершения сделки. Например, в одном случае суд вынес решение о том, что поскольку здания могут быть проданы только вместе с участком земли, а земля не была включена ав перечень залога, когда кредитор покупал ценные бумаги, инвестор не имеет права регресса в отношении его залога в виде зданий.

облигаций.[227] В других странах досрочное погашение кредита может осуществляться на основании экономических факторов, таких как досрочное погашение заемщиками, лежащих в основе кредитов в случае колебания процентных ставок. В случае покрытых российских облигаций, расчет досрочного погашения не связан с экономическими факторами (погашение заемщиками), что может привести к частичной невозможности для инвестора спрогнозировать кривую доходности по таким инструментам; - в России допускается досрочное погашение заемщиками ипотечных кредитов, однако оно может быть смягчено за счет введения платежей за досрочное погашение, мораториев на досрочное погашение (до 6 месяцев) и за счет выпуска ценных бумаг с более короткими сроками погашения (представляется возможным установить как минимум 5 периодов, в течение которых досрочное погашение невозможно, или начислять штрафы за досрочное погашение, что обеспечит более качественное моделирование ценообразования для долгосрочных инструментов; однако, оно не используется в силу краткосрочного характера рынка). [228] - выбор кредиторов создает определенную гибкость в управлении пула залогов. Переуступка залога по российским обеспеченным облигациям определяется залогом прав держателей ценных бумаг: залоговые активы не могут быть переуступлены или переданы без согласия держателя ценной бумаги. Право залога обеспечивает наилучший контроль над залогом, что может быть достигнуто в рамках действующего законодательства, но в то же время это несколько ограничивает гибкость управления залогом эмитентом; - в настоящее время возможность институциональных инвесторов инвестировать в ипотечные ценные бумаги ограничена, что снижает спрос на такие ценные бумаги на внутреннем рынке. Например, страховые компании обязаны поддерживать уровень распределения капитала в размере максимум 5% для ипотечных ценных бумаг.[229] В целом, национальные институциональные инвесторы еще не внедрили внутренние методы ценообразования и распределения, основанного на рисках капитала для таких		гарантирующим необходимый уровень защиты инвесторов (в отличие от ипотечных ценных бумаг, гарантированный пул активов остается на балансе банка, предоставляя держателям покрытых облигаций потенциальное право регресса в отношении других активов банков-эмитентов в случае банкротства). В таких странах, как Канада и Австралия сегмент покрытых облигаций стремительно растет, создавая дальнейшие стимулы для правительств по разработке соответствующих законов и правил для таких облигаций. Вместе с ростом сегмента покрытых облигаций , становятся более жесткими правила в отношении ипотечных ценных бумаг. Например, Акт Додда-Франка о реформировании Уолл Стрит и защите потребителей (‘‘Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act’’) вводит новые правила для более рисковых ипотек (“не удовлетворяющая требованиям жилищная ипотека’’), требующих от продавцов такой ипотеки (так называемых оригинаторов) сохранять в собственности 5% кредитов, для того, чтобы уравнять интересы продавцов и инвесторов. Также рассматриваются положения о снижении требований к достаточности регуляторного капитала. В России выпуск ипотечных облигаций достиг своего предкризисного пика в 2007 году (в размере примерно 70 миллиардов рублей) и снизился до менее чем 30 миллиардов во втором полугодии 2011 года[232] Это ставит вопрос о необходимости создания условий для финансовых инструментов, которые наилучшим образом удовлетворяют интересы рефинансирования банков и новые пост-кризисные ожидания инвесторов в отношении таких операций.

[231] Presentation of KfW “Why Securitization of increasing importance for Germany as a Financial Center”? Frankfurt; ILF; 02.18.2005

[227] Статья 12.3 Закона об ипотечных ценных бумагах

[228] Статья 315 Гражданского кодекса РФ; Статья 17.4 Закона об ипотеке

[229] Приказ Министерства финансов, № 100N

[232] Данные Русипотеки http://www.rusipoteka.ru/rejting_ipotechnyh_bankov_i_ipotechnyh_kompanij/

инструментов. - законодательство требует абсолютного старшинства траншей, где старшие ценные бумаги погашаются в первую очередь, до следующего старшего транша; пропорциональное погашение траншей не допускается, что ограничивает гибкость эмитента в управлении доходами и потоками погашения.		
B. Налоговые аспекты секьюритизации Структура секьюритизации должна включать гарантии того, что стороны, участвующие в сделках, не несут чрезмерных налоговых обязательств. В России налоговые последствия секьюритизации часто непредсказуемы; при этом каждая фаза сделки может иметь потенциальные налоговые последствия. Например, в отношении портфеля "действительной продажи " может применяться НДС, или же "чрезмерный залог", часто используемый в секьюритизаии, может иметь последствия в части налога на прибыль. Движение средств, направленных на возмещение специализированной дочерней фирме расходов, связанных с управлением, может также привести к увеличению налога. Уступка дебиторской задолженности также облагается налогом на прибыль. Законодательство не признает в качестве расходов продажу активов с дисконтом и, соответственно, не позволяет уменьшить базу налога на прибыль. Для целей налогового планирования специализированная дочерняя фирма должна учреждаться в рамках юрисдикции, имеющей специальный налоговый режим для секьюритизации и/или в которой размер налога на прибыль минимальный.	Для того, чтобы сделать внутренний рынок более привлекательным для сделок секьюритизации, на уровне налогового законодательства можно реализовать ряд инициатив: - следует определить виды дохода, освобождаемые от налогообложения, если источником такого дохода является специализированная дочерняя фирма (закон об ипотечных ценных бумагах вводит специальный налоговый статус специализированной дочерней фирмы в отношении ипотечных ценных бумаг, однако другие типы активов не охвачены данным законом); - отмена НДС на плату за обслуживание, - специальный налоговый режим для эмитента, - разработка правил в отношении налогообложения передачи активов, включая будущую дебиторскую задолженность; - налоговые аспекты создания резервного фонда; - налогообложение уступки прав между оригинатором и специализированной дочерней фирмой; - в Росси используются письма определения налога, однако их раскрытие и время, требуемое для их получения может быть проблематичным	В некоторых европейских юрисдикциях специализированные дочерние фирмы работают в режиме минимального налогообложения: возможно освобождение от налога в отношении процентов, полученных инвесторами по “pfandbriefer” – часть комиссионных не облагается налогом. Наличие постоянного представительства эмитента во время обслуживания кредита может привести к применению НДС на источник платежа (специализированную дочернюю фирму). Наиболее благоприятными юрисдикциями для создания специализированных дочерних фирм в плане налогообложения считаются Ирландия и Нидерланды. Помимо участия во многих соглашениях об избежании двойного налогообложения, в Ирландии также действует специальное законодательство, регулирующее вопросы налогообложения сделок секьюритизации, что устанавливает очень высокий уровень юридической прозрачности для таких сделок. Как правило, НДС не применяется в отношении специализированных дочерних фирм, поскольку управленческие услуги освобождаются от НДС. В Нидерландах применяется практика издания предварительных налоговых правил для будущих сделок, что также повышает уверенность в последствиях секбюритизации. НДС применяется избирательно в зависимости от специфики деятельности специализированной дочерней фирмы.
C. Секьюритизация других типов активов. В российской практике известны сделки секьюритизации с	Необходимость введения широкого	Большинство сделок секьюритизации в странах Восточной Европы и СНГ построены как сделки "действительной продажи ". Вследствие низкого

другими классами активов (сделки факторинга, кредиты на покупку автомобилей и т.д.). Данные типы секьюритизации позволяют банкам рефинансировать не только ипотечные кредиты, но и любые виды другой дебиторской задолженности, тем самым обеспечивая лучшее управление активами и пассивами. На практике большинство из этих сделок являются трансграничными, в рамках которых российские активы или юридические права используются в качестве базового актива, специализированная дочерняя фирма учреждается за рубежом, а дебиторская задолженность формируется в твердой валюте также за рубежом. Это используется для снижения политических и правовых рисков. Можно выделить следующие из данных рисков: потенциальная неплатежеспособность кредитной организации /оригинатора и включение залога в страховое покрытие в рамках банкротства; сложные правила получения доступа кредиторов/держателей облигаций к залогу; правила доступа держателей облигаций, где в ряде случаев кризисный управляющий в рамках процедуры банкротства может предпринимать попытки признать сделку секьюритизации недействительной; недостаток положений о счетах условного депонирования, несовершенство законодательства о залоге (например, ограниченный перечень активов, которые могут быть использованы в качестве залога, см. часть 4 ниже); потенциальные налоговые последствия сделок секьюритизации; недостаточные нормы в отношении уступки будущей дебиторской задолженности (неясный статус уступленной дебиторской задолженности в рамках банкротства, возможное включение уступленной дебиторской задолженности в процедуру ликвидации; неясность в отношении уступки будущей дебиторской задолженности, которая отдельна не определенна в контракте); недостаточное регулирование в отношении резервных сервисных агентов и т.д.	спектра новых юридических норм затрагивает проблему юридического механизма такого регулирования. Некоторые эксперты отмечают потребность в Законе о секьюритизации, другие выступают за внесение изменений в некоторые разделы гражданского, налогового, корпоративного законодательства и законодательства о ценных бумагах. Одной из проблем, связанных с подготовкой нового Закона о секьюритизации, является сложность регуляторных целей и многообразие возможных сделок, осложняющих создание унифицированных правил в отношении всех возможных видов сделок секьюритизации. Все эти аспекты следует проанализировать и взвесить при разработке методики регулирования сделок секьюритизации. Новые правила должны обеспечивать условия для применения действующих международных стандартов (например, рамочное соглашение Международной ассоциации свопов и деривативов по свопам кредитного дефолта; Конвенция ООН об уступке дебиторской задолженности в международной торговле)	кредитного рейтинга сервисных агентов (специализированных дочерних фирм), работающих в Восточной Европе, такие механизмы, как чрезмерный залог, опционы, банковские гарантии и страхование политического риска, могут быть использованы для снижения данных рисков и как гарантия устойчивых потоков платежей инвесторам со стороны специализированных дочерних фирм. Во многих развитых странах с длительной историей секьюритизации определение секьюритизации присутствует не в национальном законодательстве, а вырабатывается в судебной практике. Многие черты будущей сделки могут быть изложены в уставе компании, что обеспечивает большую гибкость деловой практики. В то же время и развивающиеся страны имеют законы о секьюритизации (Южная Корея, Пакистан). Целью большинства этих законодательных актов является определение "действительной продажи " как условия, позволяющего отделить секьюритизированный портфель от других активов должника в случае банкротства. В США общее определение действительной продажи приведено в Разделе 541 Кодекса о банкротстве. Основными критериями действительной продажи являются передача прав на прибыль и прав распоряжения, передача риска и отсутствие условий на обратную передачу портфеля. Однако, все условия действительной продажи не могут в полном объеме устанавливаться в законодательстве; вместо этого они интерпретируются в судебной практике. Как правило, для того, чтобы определить действительность продажи, суд будет рассматривать следующие факторы: 1) имеют ли инвесторы специализированной дочерней фирмы право регресса в отношении активов оригинатора; 2) кто контролирует и осуществляет управление портфелем после передачи; 3) справедливая рыночная стоимость цены продажи; 4) намерение сторон о продаже портфеля специализированной дочерней фирмы . Пока не сформирована унифицированная правовая практика определения сделок действительной продажи в разных странах: многие страны следуют правилам,

		принятым в США, но даже в США суды в разных штатах придерживаются различной практики. В большинстве стран, где сделки секьюритизации обрели популярность, доход, полученный за счет залога, защищен счетами условного депонирования. Счета обладают иммунитетом в отношении регресса со стороны других кредиторов банка /эмитента, а также от возможности их замораживания налоговыми органами или агентами по инкассо. Даже эмитент не может принять каких-либо решений по этому доходу или переадресовать его.
3. Правила в отношении залога		
A. Общие вопросы залога Правила в отношении залога являются одним из основных показателей развития финансовой системы: без наличия гибких правил в отношении залога, возможности участников реализовать свои права кредиторов /заемщиков, получить финансирование за счет широкого круга сделок и диверсифицировать портфели значительно ограничены. В исследовании Группы Всемирного банка *Doing Business* действующие в России правила в отношении залога оценены в 3 балла (из 10 возможных); при этом отмечена острая необходимость законодательной реформы в этой сфере.[233] Правила залога все еще отстают от принятых в зарубежных системах и имеют ряд проблем: - Вид обязательств, имеющих одну общую черту, не может быть обеспечен залогом: каждое обязательство должно быть индивидуализировано. В результате, каждый раз, когда меняется обязательство, необходимо вносить изменения в документацию о залоге. Подобным образом, обязательства, которые меняются с течением времени или возобновляющиеся кредитные линии не могут быть эффективно обеспечены залогом, поскольку контрактные обязательства прекращаются, когда заемщик на каком-то этапе погашает возобновленную линию. В результате таких ограничений, обеспечение изменяющихся финансовых обязательств требует постоянных изменений в документации о	Диапазон существующих проблем регулирования вопросов залога охватывает различные вида активов и прав, а также вопросы регистрации, управления и правоприменения. Масштаб правовых пробелов требует реформы правил залога, отражающих передовую зарубежную практику. Будущие изменения должны также обеспечить определенную контрактную свободу в отношении определения условий залога и событий дефолта.	Правила залога в США определяются Статьей 9 Единого торгового кодекса (ЕТК). В основном, он распространяется на все материальные активы (например, товары) и права на нематериальные активы (платежные и другие права). На основании распоряжений судов, Статья 9 не применяется к недвижимости (ипотеке) и некоторым не консенсуальным залоговым правам. Закон устанавливает несколько условий для обеспечения залога, таких как предоставление рыночной цены, заключение обеспечительного соглашения (договора обеспечения), право владения (которое также зависит от типа залога). Если такие условия выполняются, залог обретает защиту от претензий третьих сторон (“закрепление”); не требуется прибегать к суду, если залог находится во владении обеспеченной стороны, например для ценных бумаг и денежных средств. Защита является непрерывной, независимо от метода ее получения. В случае дефолта или банкротства, приоритет в отношении кредиторов с неподтвержденными правами отдается тем, кто имеет первоочередное право обращения в суд или подтверждения своего обеспечительного права в отношении залога. Дефолт вызывает право обеспеченной стороны вступать во владение и продавать свое право в залоге и, как правило, в контракте содержатся положения, которые являются

[233] “Doing business 2011. Russian Federation. 2011 The International Bank for Reconstruction and Development / The World Bank Group

залоге, когда они с течением времени меняются. - ограниченный спектр активов и прав, которые могут быть использованы в качестве залога, например, возможность осуществления правоприменененительных мер в отношении обеспечения безопасности денежных средств, размещенных на банковских счетах, остается неясной. Хотя на рынке сформирована концепция залога прав в отношении банка, в значительной степени это не апробировано в судебной практике. Залог прав является относительно новой концепцией для российского законодательства в целом, что вызывает вопрос о возможности использования данного вида залога в сделках секьюритизации, правоприменении и налогообложении. Например, в отношении банковских депозитов не должны применяться правила оценки, публичного аукциона и описания местоположения; - требование об индивидуальном описании активов, представленных в качестве залога; - неблагоприятные правила налогообложения в отношении продажи залога: общая стоимость реализованного залога подлежит НДС, что не позволяет кредитору получить стоимость заложенного имущества/прав (это еще более увеличивает расходы помимо расходов на принудительное взыскание залога); - обременительная процедура регистрации залога, отсутствие унифицированного реестра залога с указанием индекса активов в зависимости от их вида; - риск смешения заложенных активов с другими активами должника: в результате, заложенные права могут прекратиться; - защита не может автоматически распространяться на приобретенные впоследствии активы или продукты; -обеспеченные кредиторы не имеют абсолютного права на их залог за рамками процедур банкротства; - в отношении залога прав не разрешается передача заложенных прав кредитору в случаях нарушения контракта (ввиду непоследовательности положений Гражданского Кодекса и Закона о залоге); - закон разрешает сторонам достигать соглашения за рамками судебного правоприменения, однако в России очень мало опыта в отношении несудебного взыскания залога, что не всегда позволяет предсказать эффективность таких действий. **B. Вопросы залога в отношении ценных бумаг** - процедура обращения взыскания со стороны кредитора на		условием, невыполнение которого влечет наступление события дефолта. Кредитор, который желает продать залог, должен выполнить следующие требования: 1) не менее, чем за 10 дней до продажи представить письменное уведомление должнику и другим заинтересованным сторонам о предстоящей продаже; и 2) обеспечить коммерчески обоснованную продажу. Тот факт, что при продаже речь идет о большем количестве денежных средств в сравнении с размером залога, не означает, что сделка являлась необоснованной. Коммерчески обоснованной считается продажа, осуществляемая обычным для данного типа залога способом. В США не используется унифицированный реестр залога. В исследовании Всемирного банка *Doing Business*, США имеет 8 из 10 возможных баллов по показателю защиты прав. Некоторые страны Восточной Европы использовали модель США в отношении правил залога. Например, Румыния (8 из 10 баллов исследовании Всемирного банка *Doing Business* по показателю защиты юридических прав) имеет свой собственный Закон о ценных бумагах, построенный по модели Стати 9 ЕТК: залоговое право может быть получено в отношении практически любого вида активов, включая депозитные расписки, дебиторскую задолженность, будущую продажу и специфическое движимое имущество и универсальность движимого имущества. В целях обеспечения залога на нематериальные активы было введено понятие “fond du commerce”, которое также означает универсальность нематериальных прав, которые необходимы компании для ведения бизнеса (клиентура, способность зарабатывать деньги, торговые марки, фонды, лицензии и т.д.). Обращение взыскания на залог в ситуации дефолта требует уведомления в течение 24 часов; в случае несогласия должника временной лимит может быть увеличен до 2 недель. Все уведомления централизованы в электронном архиве ценных бумаг, который находится в свободном доступе в Интернете, что обеспечивает защиту от претензий третьих сторон. Великобритания получила 9 баллов в вышеупомянутом исследовании Всемирного банка. В этой стране используется гибкая система “переменных

торгуемые акции является неоднозначной; - депозитариям не разрешается участвовать в операциях с ценными бумагами без распоряжений держателей счетов депо. В случае сделок РЕПО, когда одна из сторон выставляет требование об обращении взыскания на залог в случае неисполнения обязательств другой стороной, от заемщика требуется дополнительное распоряжение депозитарию, для того, чтобы ее инициировать. **C. Закладные** - при отсутствии соглашений о внесудебном регрессе процедура обращения взыскания может быть длительной (более одного года, если заемщик не согласен с взысканием); - правила ипотеки в отношении участков земли, которые были присоединены к заложенным зданиям после подписания ипотечного договора не благоприятствуют кредиторам (действующая судебная практика отклоняет обращение взыскания, если залогодатель не имел права собственности на землю в момент создания обременения ипотекой); - требование об указании индивидуальной цены на каждый объект недвижимого имущества в ипотечном договоре для пула ипотечных соглашений: взыскание не может быть реализовано в отношении портфеля, если не указаны индивидуальные цены.[234] - обращение взыскания на залог в случае дефолта является длительным (более года, если заемщик не согласен). Законодательство разрешает контрактную (внесудебную) процедуру обращения взыскания, однако на практике такая процедура не работает (заемщики могут возбуждать дело о признании контракта недействительным, и они редко соглашаются с контрактным условием регресса).		обременений" (применяемых к активам, восстановиться во владении которыми заемщик не может без разрешения кредитора, что создает большую гибкость в ведении бизнеса) и "постоянных обременений", применяемых к залогу, на которое может обращаться взыскание, как в случае с торгуемыми акциями, что также обеспечивает больший контроль со стороны кредитора, в ситуации дефолта, чем в случае с переменным обременением). Законодательством предусмотрена единая система регистрации залога. Будущие денежные потоки, бизнес в целом, торгуемые акции, группы активов, балансовая задолженность, другие переменные активы и активы, приобретенные после создания переменного обременения, могут быть использованы в качестве залога. Условия контракта и положения общего права определяют событие "кристаллизации "- события, когда свобода заемщика распоряжаться активами замораживается. К таким событиям относятся ликвидация заемщика, назначение конкурсного управляющего, вмешательство кредитора в соответствии с условиями контракта. В соответствии с Законом о неплатежеспособности 1986 года, любые доходы, полученные от реализации активов, обеспеченных переменным обременением, должны в первую очередь использоваться для погашения приоритетных долговых обязательств, а затем для удовлетворения требований, обеспеченных переменным обременением. Основными приоритетными долговыми обязательствами являются невыплаченная заработная плата и отчисления в пенсионные фонды. Неспособность зарегистрировать результаты переменного обременения приводит к недействительности иска в отношении управляющих и ликвидаторов и потере приоритета в отношении других кредиторов (даже в случае уведомления третьих лиц), и к тому, что кредит немедленно должен быть погашен заемщиком. Регистрация обременения является обязанностью заемщика, а в случае невыполнения данного обязательства могут применяться штрафы.

[234] Постановление Высшего арбитражного суда №. 13188/07, 2007 г.

4. Валютный контроль – конверсия, репатриация средств		
Требования по резервам и сопутствующие регуляторные требования по иностранной валюте были отменены в 2007 году, что позволило осуществлять валютные операции между резидентами и нерезидентами без формальных ограничений. Начиная с 18 июня 2005 года российским юридическим лицам - резидентам было разрешено открывать счета в иностранных банках без получения разрешения Центрального банка. Операции в иностранной валюте между резидентами запрещены, кроме тех, которые прямо разрешены в законодательстве; например кредиты в иностранной валюте не разрешены, но валютные операции между нерезидентами разрешены без ограничений, если они касаются трансграничных операций или операций, осуществляемых специально уполномоченными банками. Иностранные резиденты могут осуществлять сделки в российских рублях или иностранной валюте посредством счетов, открытых в уполномоченных банках, однако валютные операции со счетами российских резидентов за рубежом запрещены. Были отменены ограничения на обмен валюты. Нерезидентам разрешено производить расчет в торговле ценными бумагами в рублях или в долларах США, в то время как резидентам разрешено покупать иностранные ценные бумаги через профессиональных участников фондового рынка; расчеты в иностранной валюте запрещены, что вынуждает трейдеров производить окончательные расчеты за рубежом. В силе остаются правила контроля и регистрации. Юридическим лицам – резидентам разрешается открывать зарубежные счета при условии уведомления налоговых органов в России. Предварительная регистрация счетов налоговыми органами и регистрация экспорта российской валюты и ценных бумаг осуществляется регулятором (может занимать до 10 дней). Нерезидентам разрешено открывать счета в российских рублях или иностранной валюте в уполномоченных банках и свободно перемещать иностранную валюту между своими российскими и зарубежными счетами – в законодательстве не установлено, может ли национальная валюта свободно переводиться на счета нерезидентов за рубежом.	- Хотя многие ограничения были отменены с внесением в 2005 году изменений в закон о валютном контроле, продолжают действовать требования по регистрации и отчетности, и могут возникать некоторые проблемы, связанные с практической реализацией данных требований агентами валютного контроля (уполномоченными банками) с точки зрения документации и сроков предоставления. - при условии выполнения таких требований, регулирование нерезидентов представляется адекватным; при этом валютные операции для резидентов по-прежнему проблематичны. В настоящее время законодательством установлен исчерпывающий перечень разрешенных валютных операций: установление открытого списка разрешенных валютных операций для резидентов обеспечил бы для них большую свободу для ведения бизнеса с иностранными партнерами. Резидентам следует разрешить расчеты в иностранной валюте; то же самое относится к платежам и операциям в иностранной валюте между профессиональными участниками рынка ценных бумаг. - по мнению участников рынка, сохраняются проблемы, связанные с практической реализацией новых правил уполномоченными банками; как следствие, соответствующим регуляторам необходимо предпринять шаги, обеспечивающие эффективную реализацию новых правил.	В Гонконге, который является страной с малой открытой экономикой и системой связанных курсов (LERS), при которой гонконгский доллар привязан к доллару США и с международным финансовым центром, в котором некоторые крупные международные финансовые организации осуществляют операции на внутреннем межбанковском рынке, не существует валютных ограничений в отношении резидентов или нерезидентов, а ресурсы могут быть свободно репатриированы. Нерезиденты могут открывать счета в национальной или иностранной валюте, не требуется первичных операций по торговле ценными бумагами для покупки местной валюты, отсутствует вычитаемый налог или налог на реализованный прирост капитала в отношении любого финансового инструмента. В Японии нет никаких требований в отношении входа инвесторов на рынок или требований регистрации инвесторов. Иена полностью конвертируема, отсутствуют валютные ограничения, выручка от продаж или доход от инвестиций может быть свободно репатриирован, иностранные инвесторы могут свободно открывать счета денежных средств в иенах, и разрешены кредитовые остатки. В большинстве азиатских региональных финансовых центров используются международно признанная нумерация ценных бумаг и форматы сообщений системы SWIFT, а ценные бумаги, хранящиеся в центральном депозитарии переведены в бездокументарную форму. В большинстве стран нет периодов замораживания для репатриации фондов. В крупнейших региональных финансовых центрах (Япония, Гонконг, Сингапур) отсутствуют ограничения в отношении кассовых остатков и овердрафтов для иностранных инвесторов. В то же время, некоторые страны (Индонезия, Китай, Корея, Малайзия) устанавливают лимит в отношении овердрафтов, доступных иностранным инвесторам, или ограничивают их определенными видами операций по торговле ценными бумагами. В целом, региональные финансовые центры характеризуются низкими входными барьерами и низкой стоимостью ухода с

Резиденты обязаны репатриировать свои доходы, полученные за рубежом от зарубежной коммерческой деятельности на российские банковские счета. Кредитные сделки в валюте между резидентом и нерезидентом должны учитываться российским субъектом путем представления 'паспорта сделки' т.е. документа, который готовится для каждого контракта и 'отчета о сделке', который готовится для каждого входящего и исходящего платежа. Формы данных документов устанавливаются Центральным банком. Как правило, от имени клиента отчетность осуществляют банки. Уполномоченные банки выступают в роли агентов валютного контроля, и перед тем, как оформлять валютную операцию могут запрашивать от резидентов и нерезидентов перечень документов: основной договор, данные о статусе юридического лица – нерезидента и его регистрационные данные, если возможно таможенную документацию и паспорт сделки. В соответствии с законодательством уполномоченный банк может запрашивать только информацию, относящуюся к конкретной сделке, а документы должны быть переведены на русский язык и легализованы. В соответствии с контрактами обслуживания валютных счетов, открытых депозитариями, для торговли акциями требуется открытие основного счета и корреспондентского торгового счета в долларах США. Распоряжения клиентов выполняются в пределах лимита валюты на основном счету. Такой же подход используется на срочном рынке (требуется наличие резерва иностранной валюты на счете депо, соответствующем торговому счету). Иностранные резиденты также могут открывать счета в России в национальной и иностранной валюте (перечень документов, требуемых для открытия счета, включает уставные документы, заявление; в целом, требования в отношении открытия счета являются обоснованными). Как правило, зарубежным резидентам не запрещены овердрафты, однако, необходимо подтверждение о том, что они широко используются инвесторами в торговле ценными бумагами вследствие особенностей правил депозитарных расчетов. Крупнейшие депозитарии в России предлагают своим клиентам услуги по расчетам в долларах США через системы «Euroclear» и «Clearstream». В отношении корпоративных событий расчеты осуществляются по правилам расчетов и сделок иностранных	- валютные ограничения в отношении расчетов в иностранной валюте могут привести к ненужным расходам, связанным с конверсией, если расчеты производятся внутри страны. Поскольку многие иностранные инвесторы работают на российском рынке через свои дочерние предприятия, имеющие лицензии профессиональных участников рынка и которые для целей валютного контроля рассматриваются в качестве резидентов, данное правило также косвенно влияет на иностранных инвесторов, работающих на российском рынке.	рынка для иностранных инвесторов.

депозитариев по расчетам и сделкам.		
5. Регистрация инвесторов и доступ к рынку		
Осуществляя торговлю на российском рынке, эмитенты и инвесторы сталкиваются с многоступенчатой и длительной системой выпуска и регистрации ценных бумаг. В российском законодательстве недавно было введено понятие квалифицированного инвестора. Однако его практическое применение лишено значения, придаваемого данному понятию на западных рынках (возможность получить освобождение от регистрации по ценным бумагам, предлагаемым исключительно квалифицированным инвесторам). В соответствии со статьей 27.6.5 Закона о ценных бумагах, ценные бумаги могут быть предложены квалифицированному инвестору только после регистрации проспекта. В других юрисдикциях частные размещения, предложения институциональным инвесторам и небольшие предложения получают освобождение от регистрации, включая федеральные законы о ценных бумагах США. В соответствии с Законом о ценных бумагах, негосударственные выпуски для квалифицированных инвесторов по-прежнему считаются выпусками, подлежащими государственной регистрации проспекта. Кроме того, как указано в разделе “Система регистрации”, несмотря на существенное усовершенствование в течение нескольких последних лет правовых стандартов, регулирующих операции с ценными бумагами, процедуры регистрации собственности, применяемые к акционерам, остаются обременительными с правовой и технической точки зрения, в особенности в отношении нероссийских акционеров.	Могут быть предприняты дальнейшие шаги по упрощению требований к регистрации ценных бумаг; отчет о результатах предложения можно было бы исключить из перечня документации для малых и средних эмитентов, когда в подготовке проспекта участвует профессиональный посредник (инвестиционный банк или финансовый консультант). Некоторые категории предложений могут быть освобождены от требований регистрации, подобно тому, как это сделано на других рынках. Следует далее развивать концепцию ограниченных ценных бумаг с точки зрения предложений квалифицированным инвесторам, а также небольших предложений. Следует упростить предложение ценных бумаг посредством учреждений, гарантирующих размещение, при условии гарантии поручителя об обратном выкупе недоподписанного предложения.	В США Комиссия по ценным бумагам и биржам (КЦБ) предприняла шаги по унификации и упрощению стандартов финансовой отчетности в отношении документов о регистрации ценных бумаг и отчетности. На практике в настоящее время регистрация и отчетность проводятся в соответствии с формами, изданными КЦБ, и их содержание практически идентично, что значительно сокращает время и стоимость выпуска ценных бумаг. Система, используемая в США, проводит разграничение между государственным и частным размещением, где последнее дает инвесторам и эмитентам больше гибкости в получении доступа на рынок (правила регистрации не применяются к частным размещениям). Однако, в то же время законодательство США не жертвует защитой инвесторов, предоставляя необходимые гарантии покупателям ценных бумаг. Закон о ценных бумагах США 1934 года требует, чтобы все публично предлагаемые ценные бумаги были зарегистрированы КЦБ, за исключением освобождений. Существуют три вида освобождений: предложения между штатами, небольшие предложения (Правило “A”) и частные размещения, где ценные бумаги предлагаются не публично, а квалифицированным инвесторам (Правило “ D”). Освобождение предложения не означает, что эмитенту не требуется раскрывать информацию для потенциальных инвесторов. Наоборот, по сути эмитент представляет такую же информацию в меморандуме частного размещения, как и в проспекте государственного размещения. Различие между проспектом и меморандумом заключается в том, что последний не включает информацию, которую КЦБ считает “несущественной” и которая не подлежит проверке КЦБ. Частные размещения предполагают, что для торговых площадок, стремящихся содействовать повторной продаже незарегистрированных ценных бумаг и расчетам по этим ценным бумагам, требуется

		меньшая периодичность в раскрытии информации между институциональными инвесторами (например, GS TRuE, PORTAL Alliance).
Как правило, нерезидентам разрешено покупать акции российских компаний. Однако, собственность на акции в государственных нефтяных и газовых монополиях и страховых компаниях для иностранных инвесторов ограничена (например доля нерезидентов в уставном капитале страховых компаний не должна превышать 25%). Поскольку значительное количество котируемых акций выпускается государственными монополиями, это положение ограничивает участие нерезидентов на российском фондовом рынке. Нерезидентам не разрешены прямые торги на фондовом рынке (это можно сделать только через членов биржи или кастодианов, держателей ценных бумаг). Для целей торговли, ценные бумаги, принадлежащие нерезиденту, должны быть переведены на торговые счета (вспомогательные счета), открытые для конкретной биржи в российском расчетном депозитарии, который предоставляет расчетные услуги для биржи (Национальный депозитарный центр или депозитарно-клиринговая компания), где денежные средства для торговли должны быть размещены на счете иностранного депозитария или его брокера/кастодиана, а для биржевых операций используются расчетные банки. Каждому иностранному клиенту члена биржи присваивается индивидуальный номер. Для того, чтобы открыть счет в депозитарии, иностранные субъекты должны представить набор стандартной легализованной документации, в которую входят сертификат о регистрации, сертификат юридического лица, копии уставных документов, сертификат регистрации в российском налоговом органе, и подтверждение банковского счета. Иностранные юридические лица не могут стать прямыми участниками клиринговых палат, поскольку заявка на принятие в клиринговую палату должна включать банковскую лицензию. В то же время крупнейшие западные банки имеют в России дочерние предприятия, обладающие такой лицензией, и они являются участниками клиринговых палат. В связи с тем, что деятельность иностранных депозитариев	Регулятор рынка может рассмотреть возможность упрощения доступа на рынок иностранных инвесторов, в том числе облегчение доступа иностранных институциональных инвесторов на российский рынок, при условии, что клиринг операций будет происходить посредством лицензированного российского клирингового агента и /или открытия номинальных счетов в российском депозитарии. Такие шаги, наряду с попытками создания интегрированной регистрации ценных бумаг и системы передачи (подобной европейской или американской модели), связанной с иностранными кастодиальными и расчетными системами, привели бы российскую систему в соответствие с практикой, использующейся в других международных финансовых центрах. Эффективные междепозитарные трансграничные связи являются неотъемлемой частью международного финансового центра за счет использования корреспондентских счетов в зарубежных депозитариях. Переход к использованию стандартизированного обмена информацией, что уже используется зарубежными центральными депозитариями, как описано выше в разделе “Проблемы с депозитариями ”, поможет установить такие отношения и облегчит доступ иностранных инвесторов на российский рынок.	В Гонконге, Индонезии, Японии, Малайзии, Сингапуре и Таиланде нет требования о регистрации иностранных инвесторов. В большинстве стран АСЕАН действуют мягкие требования к регистрации инвесторов: инвесторам необходимо получить индивидуальное удостоверение личности или торговый код (Корея, Вьетнам); регистрация может потребоваться для репатриации средств (Филиппины); требуется нотариальное удостоверение для открытия кастодиальных счетов (Таиланд). Среди всех стран АСЕАН, Китай имеет наиболее строгие требования в отношении иностранных инвесторов, где для осуществления торговли используются инвестиционные квоты, и необходимо получить статус квалифицированного инвестора.

ограничена только счетами фактических собственников, часто используются кастодиальные механизмы между иностранным банком, выступающим в качестве кастодиана и его лицензированным филиалом в России; т.е., для осуществление полноценной инвестиционной деятельности на рынке необходимо, чтобы филиал, находящийся в полной собственности, имел кредитную лицензию.		