





ИНСТИТУТ МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ
И МЕЖДУНАРОДНЫХ ОТНОШЕНИЙ
имени Е. М. Примакова (ИМЭМО) РАН



Финансовые рынки Евразии: устройство, динамика, будущее

Под редакцией
доктора экономических наук,
профессора *Я. М. Миркина*

 Москва
магистр
2017

УДК [336.76/.77:[339.923:061.1ЕАЭС]](47+57)
ББК 65.262.1(051)+65.5-65
Ф59

Авторский коллектив:

Миркин Я. М. — концепции, ключевые идеи, общая редакция книги, введение, заключение; *Бахтараева К. Б., Жукова Т. В., Комова А. В., Миркин Я. М., Сулейменов Т. М.* — гл. 1; *Бахтараева К. Б., Жукова Т. В., Комова А. В., Кудинова М. М.* — гл. 2; *Бахтараева К. Б., Жукова Т. В., Комова А. В., Миркин Я. М., Сулейменов Т. М., Хулхачиев Б. В.* — гл. 3



Книга издана при поддержке
инвестиционной компании «Еврофинансы»

Финансовые рынки Евразии: устройство, динамика, будущее / под ред.
Ф59 проф. Я. М. Миркина. — М. : Магистр, 2017. — 384 с.

ISBN 978-5-9776-0392-8 (в пер.)
Агентство СІР РГБ

В книге раскрыты модели экономики и финансовых рынков Евразии (собственность, валютные режимы, инвестиции и счета капитала, рынки ценных бумаг, банковские и страховые рынки, финансовое регулирование).

Приведен обзор моделей финансовой интеграции в рамках межгосударственных объединений (ЕС, АСЕАН, МІЛА и др.) и международных финансовых центров, дан анализ успешных политик.

Представлена детальная стратегия интеграции финансовых рынков Евразии (в пространстве ЕАЭС) до 2025 г.

Книга предназначена для сотрудников финансовых регуляторов, научных работников, специалистов в области экономики и финансов.

УДК [336.76/.77:[339.923:061.1ЕАЭС]](47+57)
ББК 65.262.1(051)+65.5-65

В оформлении переплета использован фрагмент картины
Н. К. Рериха «Розовые горы» (1933 г.)

ISBN 978-5-9776-0392-8

© Авторы, 2016
© ИМЭМО РАН, 2016

Оглавление

Обозначения, сокращения, методические пояснения	9
Введение	15
1	
Финансовые рынки Евразии: как они устроены	17
1.1. Структуры собственности, модели экономик и финансовых рынков	17
1.2. Валютный режим и режим счета капитала	22
1.3. Инвестиционная модель	26
1.4. Макроэкономические условия	30
1.4.1. Динамика и размер экономик	30
1.4.2. Взаимные связи (торговля, расчеты, инвестиции)	31
1.4.3. Финансовая глубина экономики — уровень монетизации и насыщенности кредитами	35
1.4.4. Норма накопления и сбережений	37
1.4.5. Прямые иностранные инвестиции	39
1.4.6. Портфельные иностранные инвестиции	43
1.4.7. Международные резервы и активы центральных банков	46
1.4.8. Инфляция и процент в экономике	48
1.4.9. Уровень налоговой нагрузки на экономику, уровень государственного потребления	51
1.5. Карты финансовых рынков стран ЕАЭС	53
1.6. Защита прав потребителей финансовых услуг и инвесторов	53
1.7. Рынки ценных бумаг стран ЕАЭС	60
1.7.1. Состояние рынков акций и облигаций, объемы и дифференциация	61
1.7.2. Разнообразие инструментов, представленных на рынке ценных бумаг, особенности регулирования	65
1.7.3. Операции с ценными бумагами	73
1.7.3.1. Выпуск и размещение ценных бумаг	73
1.7.3.2. Обращение ценных бумаг	81
1.7.3.3. Сделки с крупными пакетами акций	88
1.7.4. Институты рынка ценных бумаг — качественные и количественные оценки	89
1.7.5. Особенности регулирования институтов рынка ценных бумаг, налоговый режим для инвесторов	94
1.8. Банковский сектор	99
1.8.1. Банки в странах ЕАЭС	99

1.8.2. Размеры банковского сектора, институциональная структура, роль в экономике	101
1.8.3. Регулирование: общее и различия	105
1.9. Страховой сектор	109
1.9.1. Финансовая глубина страхового рынка	110
1.9.2. Инструментальное наполнение страхового рынка	112
1.9.3. Страховые посредники: виды и регулирование	116
1.10. Финансовые центры Евразии	123
1.10.1. Стратегические планы создания МФЦ на территории стран ЕАЭС	123
1.10.2. Финансовый центр Москвы	124
1.10.3. МФЦ в Санкт-Петербурге	127
1.10.4. Финансовые центры в Казахстане: Алматы, Астана	128
1.11. Национальные стратегии финансового развития	132
1.11.1. Макроэкономические и институциональные условия	133
1.11.2. Банковский сектор	145
1.11.3. Рынок ценных бумаг	146
1.11.4. Страховой сектор	150

2

Очерки интеграции финансовых рынков: как это делается	155
2.1. Интеграция	155
2.1.1. Модели политики финансовой интеграции	155
2.1.2. Гармонизация в ЕС	158
2.1.2.1. Концепция, инструменты, последовательность гармонизации на финансовом рынке	158
2.1.2.2. Система наднациональных финансовых регуляторов в ЕС	173
2.1.2.3. Механизм действия «единого паспорта» на финансовом рынке	177
2.1.3. АСЕАН	190
2.1.3.1. Особенности финансовых рынков АСЕАН, определяющие механизмы гармонизации	190
2.1.3.2. Последовательность гармонизации, координирующие институты	193
2.1.3.3. Правовые инструменты гармонизации	196
2.1.3.4. Механизмы реализации проектов гармонизации	197
2.1.4. Интегрированный финансовый рынок Латинской Америки (MILA)	206
2.1.5. Прямые соглашения	212
2.1.6. Подходы к интеграции / гармонизации в ЕАЭС	217
2.2. Либерализация в глобальных финансах	222
2.2.1. Идеология финансовой либерализации МВФ	222
2.2.2. Концепция и практика либерализации ОЭСР	225
2.2.3. ВТО: Свобода оказания финансовых услуг	230

2.2.4. Снятие барьеров на финансовых рынках ЕС	232
2.2.5. Трансграничное движение капитала в НАФТА	235
2.3. Международные финансовые центры в интеграции финансовых рынков	236
2.3.1. МФЦ: интеграционные возможности	236
2.3.2. Лондон	237
2.3.3. Сингапур	242
2.3.4. Париж и Монреаль	247
2.3.5. Шанхай	253
2.3.6. Корея (Сеул и Пусан)	258

3

Будущее финансовых рынков Евразии: ориентиры совместного развития и интеграции	265
3.1. Цели, ориентиры, последовательность	265
3.1.1. Ключевые цели развития финансовых рынков: мировая практика	265
3.1.2. Основные идеи и концепции развития финансовых рынков Евразии	266
3.1.3. Целевые ориентиры развития финансовых рынков стран ЕАЭС	274
3.1.4. Будущее развитие: ключевые этапы, последовательность и сроки	285
3.2. Макроэкономические условия	295
3.2.1. Финансовая стабильность. Макропруденциальный надзор	295
3.2.2. Валютные политики	296
3.3. Институциональные условия	298
3.3.1. Диверсификация собственности	298
3.3.2. Защита прав собственности. Институционализация корпоративного контроля	300
3.3.3. Налоговое стимулирование на финансовых рынках	302
3.3.4. Согласованная инвестиционная политика	303
3.4. Базовые структуры интеграции	305
3.4.1. Интегрированные сегменты финансовых рынков	306
3.4.2. Интегрированная информационная система	306
3.4.3. Взаимное признание участников и финансовых инструментов	308
3.4.4. Гармонизация модели финансового регулирования	310
3.4.4.1. Новая модель регулирования на финансовых рынках	310
3.4.4.2. Наднациональный орган по регулированию финансового рынка: оценка будущей роли и функций	311
3.4.5. Защита прав потребителей финансовых услуг и инвесторов	313
3.5. Международные финансовые центры Евразии	316
3.6. Устранение барьеров: движение капиталов, инвестиций, финансовых услуг	322
3.6.1. Торговля финансовыми услугами	322
3.6.2. Повышение открытости счетов капиталов	323

3.7. Возможности банковского сектора	325
3.7.1. Инструментальная структура (банковские продукты и услуги)	325
3.7.2. Институты банковского сектора	327
3.7.3. Повышение качества регулирования и надзора в банках	331
3.7.4. Инфраструктура банковского сектора	332
3.8. Развитие рынка ценных бумаг	334
3.8.1. Модель регулирования	334
3.8.2. Инструментальная структура рынка ценных бумаг	340
3.8.2.1. Гармонизация регулирования ценных бумаг и ПФИ	340
3.8.2.2. Создание стимулов для развития первичного и вторичного рынка эмиссионных ценных бумаг	342
3.8.2.3. Прочие направления развития, нацеленные на рост глубины и насыщенности РЦБ	343
3.8.3. Инфраструктура рынка (торговая, расчетно-клиринговая, учетная инфраструктура)	344
3.8.3.1. Формирование единого биржевого пространства ЕАЭС	344
3.8.3.2. Организованные рынки ценных бумаг	347
3.8.3.3. Расчетно-клиринговая и учетная инфраструктура	348
3.8.4. Институты рынка ценных бумаг	349
3.8.4.1. Деятельность профессиональных участников рынка ценных бумаг	350
3.8.4.2. Рынок коллективных инвестиций и институциональных инвесторов	352
3.9. Перспективы страхового рынка	353
3.9.1. Инструментальная структура (виды страхования и страховые продукты)	354
3.9.2. Субъекты (участники) страхового рынка (страховые (перестраховочные) организации и брокеры, страховые агенты)	357
3.9.3. Инфраструктура страхового рынка (актуарии и другие посредники), общества взаимного страхования	361
Заключение	363
Список источников	364
Приложения	
<i>Приложение 1.</i> Перечень нормативных правовых актов и документов ЕАЭС и стран — членов ЕАЭС, их сокращенных наименований	365
<i>Приложение 2.</i> Перечень международных документов и их сокращенных наименований	375

Обозначения, сокращения, методические пояснения

AREAER	Ежегодный отчет Международного валютного фонда по валютным режимам и ограничениям (Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, International Monetary Fund)
CLC	Корпорация Лондонского Сити (The City of London Corporation)
EBA	Европейская служба банковского надзора (European Banking Authority)
EIOPA	Европейская служба надзора в области страхования и профессионального пенсионного обеспечения (European Insurance and Occupational Pensions Authority)
ESMA	Европейская служба надзора на рынке ценных бумаг (European Securities and Markets Authority)
ETF	Инвестиционный фонд, паи которого торгуются на бирже (Exchange — Traded Fund)
free-float	Доля акций компании, находящихся в свободном обращении
IAIS	Международная организация страховых надзоров (International Association of Insurance Supervisors)
IMF IFS	Международная финансовая статистика Международного валютного фонда, International Monetary Fund, International Financial Statistics
IMF WEO	База данных «Перспективы развития мировой экономики» Международного валютного фонда, International Monetary Fund, World Economic Outlook Database
KASE	Казахстанская фондовая биржа (Kazakhstan Stock Exchange)
MILA	Интегрированный рынок Латинской Америки (el Mercado Integrado Latinoamericano)
SSM	Единый надзорный механизм (Single Supervisory Mechanism)
TFEU	Договор о функционировании Европейского союза (Treaty on the Functioning of the European Union, 25 March 1957, as of 12 November 2012)
АО	Акционерное общество
АСЕАН (ASEAN)	Ассоциация стран Юго-Восточной Азии (Association of Southeast Asian Nations)
БВФБ	Белорусская валютно-фондовая биржа
БД	База данных
ВТО (WTO)	Всемирная торговая организация (World Trade Organization)
ГАТС ВТО (GATS)	Генеральное соглашение о торговле услугами (General Agreement on Trade of Services)

Обозначения, сокращения, методические пояснения

ГЧП	Государственно-частное партнерство
ДКП	Денежно-кредитная политика
ДМС	Добровольное медицинское страхование
Договор о ЕАЭС	Договор о Евразийском экономическом союзе от 29 мая 2014 г.
долл.	долл. США
ЕАБР	Евразийский банк развития
ЕАЭС	Евразийский экономический союз
ЕБРР (EBRD)	Европейский банк реконструкции и развития (European Bank for Reconstruction and Development)
ЕС (EU)	Европейский союз (European Union)
ЕФСР	Евразийский фонд стабилизации и развития
ЕЦБ (ECB)	Евразийский центральный банк (European Central Bank)
ЕЭК	Евразийская экономическая комиссия
Закон о рынке ценных бумаг КР	Закон Кыргызской Республики от 24 июля 2009 г. № 251 «О рынке ценных бумаг»
Закон о рынке ценных бумаг РА	Закон Республики Армения от 20 октября 2007 г. № ЗР-195 «О рынке ценных бумаг» (ред., действующая на декабрь 2015 г.)
Закон о рынке ценных бумаг РБ	Закон Республики Беларусь от 5 января 2015 г. № 231-З «О рынке ценных бумаг»
Закон о рынке ценных бумаг РК	Закон Республики Казахстан от 2 июля 2003 г. № 461-II «О рынке ценных бумаг» (с изм. и доп. по состоянию на 27 апреля 2015 г.)
Закон о рынке ценных бумаг РФ	Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ (в ред. от 30 декабря 2015 г.) «О рынке ценных бумаг» (с изм. и доп., вступ. в силу с 9 февраля 2016 г.)
Закон об акционерных обществах КР	Закон Кыргызской Республики от 27 марта 2003 г. № 64 «Об акционерных обществах» (в ред. от 22 мая 2015 г. № 115)
Закон об акционерных обществах РА	Закон Республики Армения от 27 октября 2001 г. № ЗР-232 «Об акционерных обществах» (по состоянию на 1 декабря 2014 г.)
Закон об акционерных обществах РК	Закон Республики Казахстан от 13 мая 2003 г. № 415-II «Об акционерных обществах» (с изм. и доп. по состоянию на 27 апреля 2015 г.)
Закон об акционерных обществах РФ	Федеральный закон от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» (в ред. от 29 июня 2015 г., с изм. от 29 декабря 2015 г.)
ИИСФР	Интегрированная информационная система на финансовых рынках

Обозначения, сокращения, методические пояснения

ИОСКО (IOSCO)	Международная организация регуляторов рынка ценных бумаг (International Organization of Securities Commissions)
ИФ	Инвестиционный фонд
КО	Кредитная организация
Кодекс либерализации движения капиталов ОЭСР	Решение Совета ОЭСР от 12 декабря 1961 г. «О принятии Кодекса либерализации движения капиталов» — ОЭСР/с (61)96, с изм. от 15 апреля 1993 г. — С(92)139/FINAL
Кодекс либерализации невидимых операций ОЭСР	Решение Совета ОЭСР от 12 декабря 1961 г. «О принятии Кодекса либерализации текущих невидимых операций» — OECD/С(61)95, с поправками от 29 марта 1993 г. — С(93)12 FINAL
Кодексы либерализации ОЭСР	Кодекс либерализации движения капиталов ОЭСР и Кодекс либерализации невидимых операций ОЭСР
КР	Кыргызская Республика
КУ	Корпоративное управление
КФБ	Кыргызская фондовая биржа
МВФ (IMF)	Международный валютный фонд (International Monetary Fund)
МСА (ISA)	Международные стандарты аудита (International Standards of Auditing)
МСФО (IFRS)	Международные стандарты финансовой отчетности (International Financial Reporting Standards)
МФК (IFC)	Международная финансовая корпорация (International Finance Corporation)
МФЦ (IFC)	Международный финансовый центр (International Financial Centre)
НАФТА (NAFTA)	Североамериканская зона свободной торговли (North American Free Trade Agreement)
НПФ	Негосударственный пенсионный фонд
ОАО	Открытое акционерное общество
ОВС	Общество взаимного страхования
ОМС	Обязательное медицинское страхование
ОСАГО	Обязательное страхование автогражданской ответственности
ОСГО	Обязательное страхование гражданской ответственности
Отчет по 1-му этапу	Отчет о научно-исследовательской работе по Договору № Н-09/89 от 8 августа 2014 г. по теме «Разработка Стратегии развития финансовых рынков государств — членов ТС и ЕЭП на период до 2025 года», 1-й этап. Размещен на сайте Евразийской экономической комиссии — http://www.eurasiancommission.org

Отчет по 2-му этапу	Отчет о научно-исследовательской работе по Договору № Н-09/89 от 8 августа 2014 г. по теме «Разработка Стратегии развития финансовых рынков государств — членов ТС и ЕЭП на период до 2025 года», 2-й этап. Размещен на сайте Евразийской экономической комиссии — http://www.eurasiancommission.org
Отчет по 3-му этапу	Отчет о научно-исследовательской работе по Договору № Н-09/89 от 8 августа 2014 г. по теме «Разработка Стратегии развития финансовых рынков государств — членов ТС и ЕЭП на период до 2025 года», 3-й этап. Размещен на сайте Евразийской экономической комиссии — http://www.eurasiancommission.org
Отчет по 4-му этапу	Отчет о научно-исследовательской работе по Договору № Н-09/89 от 8 августа 2014 г. по теме «Разработка Стратегии развития финансовых рынков государств — членов ТС и ЕЭП на период до 2025 года», 4-й этап. Размещен на сайте Евразийской экономической комиссии — http://www.eurasiancommission.org
ОЭСР (OECD)	Организация экономического сотрудничества и развития (Organization for Economic Cooperation and Development)
ПАО	Публичное акционерное общество
ПИИ (FDI)	Прямые иностранные инвестиции (Foreign Direct Investment)
Проект Соглашения о валютных правоотношениях	Проект Соглашения о согласованных подходах к регулированию валютных правоотношений и принятии мер либерализации (Решение Коллегии ЕЭК № 110)
Протокол по финансовым услугам	Приложение 17 к Договору о Евразийском экономическом союзе «Протокол по финансовым услугам»
ПФИ	Производный финансовый инструмент
РА	Республика Армения
РБ	Республика Беларусь
репо	Сделка покупки актива с обязательством обратной продажи через определенный срок по заранее определенной цене
РК	Республика Казахстан
РФ	Российская Федерация
РЦБ	Рынок ценных бумаг
СЗФИ	Системно-значимые финансовые институты
СМП	Средние и малые предприятия
СОИ	Социально ответственные инвестиции
СРО	Саморегулируемая организация

СЧА	Стоимость чистых активов
ТС и ЕЭП	Таможенный союз и Единое экономическое пространство
УК	Управляющая компания
Устав МВФ	Статьи соглашения Международного валютного фонда с поправками от 28 апреля 2008 г. (Перевод на русский язык 2011, Международный валютный фонд)
ЦБ	Центральный банк
ЦВТ	Центр высших технологий Евразийского экономического сообщества
ЦД	Центральный депозитарий
Центральный банк Армении	Центральный банк Республики Армения
ЦК	Центральный контрагент

Перечень сокращенных наименований нормативных правовых актов и документов стран ЕАЭС представлен в Приложении 1.

Перечень сокращенных наименований международных документов содержится в Приложении 2.

Методические пояснения

Показатель, указанный за соответствующий год, приводится в значении на конец года (если не указано иное).

Для международных сопоставлений абсолютные показатели, выраженные в национальных валютах, пересчитывались в доллары США. Принципы пересчета:

— показатели на конкретную дату — по курсу национальных валют к доллару США на соответствующую дату; источник — официальные курсы национальных валют к доллару США (по данным центральных банков ЕАЭС);

— показатели, накопленные за год, — по среднегодовому курсу национальной валюты к доллару США, источник — IMF IFS, показатель — «Average Exchange Rate».

Введение

Финансовые рынки стран Евразии развиваются на обширной территории бывшего постсоветского экономического пространства, у них сходные модели экономики, организация финансовых рынков, структура собственности.

Глобальная интеграция, перенос мировой конкуренции на уровень международных объединений государств делают перспективы совместной жизни стран Евразии осознанной необходимостью. В этом огромный потенциал будущего — выравнивание, сближение, рост конкурентоспособности и емкости рынков, несмотря на полярный разброс по ряду параметров.

В поиске модели совместного развития находятся страны Евразийского экономического союза (ЕАЭС) — Армения, Беларусь, Казахстан, Кыргызстан, Россия. За более чем 20 лет¹ сложился механизм равноправного согласования экономических решений, политик регулирования. ЕАЭС — один из ключевых пилотных проектов в развитии евразийского экономического пространства. Именно ему — в части моделей экономики, финансовых рынков — посвящена эта книга.

Книга состоит из трех частей, в которых последовательно рассматриваются:

1 — устройство рынков стран ЕАЭС, современное состояние, сходство, различия, потенциал выравнивания, перспективы сближения, в том числе по отдельным секторам финансового рынка, «точки» быстрого роста.

Данный раздел включает обширный анализ по 45 страновым параметрам, определяющим модели экономики и финансов и уровень финансового развития (диверсификация собственности; насыщенность деньгами, кредитами, ценными бумагами, страховыми и другими финансовыми продуктами; налоговое бремя; норма накопления, процент, прямые и портфельные иностранные инвестиции, доступность финансовых услуг и др.). Раскрывается институциональное устройство финансовых рынков.

2 — очерки интеграции — лучшая международная практика, подходы и модели гармонизации и согласования политик регулирования (ЕС, АСЕАН, НАФТА, МІЛА). Делается институциональный анализ международных финансовых центров (Лондон, Сингапур, Париж, Монреаль, Шанхай, Корея). Детально рассматривается политика (концепции, практика) либерализации финансовых рынков (МВФ, ОЭСР, ВТО, ЕС, НАФТА).

3 — будущее финансовых рынков ЕАЭС — проекция, границы, этапы.

Раскрываются макроэкономические и институциональные предпосылки интеграции финансовых рынков в ЕАЭС — финансовая либерализация, валютная политика, двухъядерная модель МФЦ, налоговое стимулирование, привлечение инвестиций.

¹ В 1995 г. президенты Беларуси, Казахстана, России и позже присоединяющихся государств — Кыргызстана и Таджикистана подписали первые соглашения о создании Таможенного союза. На этой основе в 2000 г. было создано Евразийское экономическое сообщество (ЕврАзЭС), с 2015 г. — ЕАЭС.

Прогнозируются базовые условия интеграции: финансовая стабильность, создание интегрированных структур финансовых рынков, гармонизация институциональных условий (собственность, налоги, инвестиционная политика), устранение взаимных барьеров при передвижении капиталов и инвестиций, в торговле финансовыми услугами. Дается секторный прогноз по видам рынков (банки, ценные бумаги и коллективные инвестиции, страхование).

Логика изложения:

— анализ, выявление лучшей международной практики (гармонизация, согласование политик регулирования);

— сопоставление национальных стратегий развития, объектов — финансовых рынков, их структур, уровней развития, регулирования;

— выявление областей несовпадения, проблемных областей — «кубиков» для гармонизации финансовых рынков;

— ответ на вопрос: что, как, на основе каких концепций и в какой последовательности возможна гармонизация в структурах рынков, в уровнях развития, в регулировании.

Авторский коллектив выражает искреннюю признательность и благодарность сотрудникам Евразийской экономической комиссии — А. Р. Гордону, В. В. Ковалеву, В. В. Кравченко, Д. А. Зайцеву, А. К. Жуматаевой и др. за ценные замечания, содержательные предложения, плодотворные дискуссии, по результатам которых родились многие идеи, сделавшие книгу более интересной и полезной.

1

Финансовые рынки Евразии: как они устроены

1.1. Структуры собственности, модели экономик и финансовых рынков / 1.2. Валютный режим и режим счета капитала / 1.3. Инвестиционная модель / 1.4. Макроэкономические условия / 1.5. Карты финансовых рынков стран ЕАЭС / 1.6. Защита прав потребителей финансовых услуг и инвесторов / 1.7. Рынки ценных бумаг стран ЕАЭС / 1.8. Банковский сектор / 1.9. Страховой сектор / 1.10. Финансовые центры Евразии / 1.11. Национальные стратегии финансового развития

1.1. Структуры собственности, модели экономик и финансовых рынков

Для стран ЕАЭС характерна неоконтинентальная модель финансового рынка¹, которая возникла на территории постсоциалистических стран и продолжает континентальную модель развитых стран Европы.

Такая модель отличается:

1) *выраженным преобладанием банков* — 78—98% финансового рынка по размеру активов², низкой финансовой глубиной и уровнем корпоративного управления, высоким огосударствлением (рис. 1.1);

2) *высокой концентрацией собственности* — доля пяти крупнейших банков — 52—54% (Беларусь — 79%), в пакетах акций более 20% находится от 54 (Россия) до 91% (Армения) активов банков (рис. 1.1)³;

3) *приоритетом государственных институтов*, часто неэффективных, на которых концентрируются риски проблемных ссуд, низкой отдачи от инвестиций. Огосударствление сопряжено с контролем государства над крупнейшими банками и инфраструктурными институтами, значимостью государственных инвестиций (табл. 1.1);

¹ По терминологии Я. М. Миркина, неоконтинентальная модель — модель финансового рынка, базирующаяся на банковской системе, с низким уровнем финансовой глубины и корпоративного управления в сочетании с высокой волатильностью. Повторяет основные черты континентальной модели с особенностями, присущими развивающимся рынкам. См.: *Миркин Я. М. Финансовое будущее России: экстремумы, бумы и системные риски*. М.: GELEOS Publishing House; Кэпитал Трейд Компани, 2011. 480 с.: ил.

² Более низкая доля активов банков (Казахстан, Кыргызстан) вызвана статистическими особенностями. В Казахстане сформирован Единый накопительный пенсионный фонд (19% активов финансовой системы), в статистике других стран учитываются только показатели НПФ (Republic of Kazakhstan: Financial System Stability Assessment. IMF Country Report № 14/258. 2014. P. 10). В Кыргызстане высокая доля небанковских (микрофинансовых) кредитных организаций (19% — по данным финансовой компании «Сенти» (www.senti.kg/article/financoviy_rinok_kirgizctana_percpektivi_razvitiya)).

³ База по структуре собственности в банках ЕАЭС — см. табл. 58—60, 63—65 Отчета по 2-му этапу. В Армении и Беларуси — по полному перечню банков (21 и 31 банк), в Казахстане — Топ 20 (93,2% банковских активов), в Кыргызстане — 18 (98% активов), в России — Топ 30 (80,5% активов). По каждому банку даны: доля в активах банковской системы, форма собственности, концентрация собственности в пакетах более 20%.

1. Финансовые рынки Евразии: как они устроены

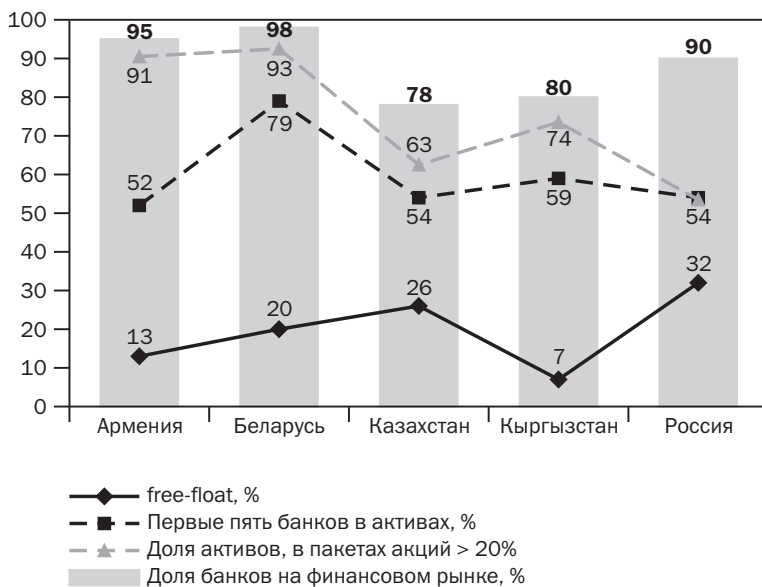


Рис. 1.1. Характеристика банковского сектора по странам

Источники: Доля банков на финансовом рынке — Армения: IMF Country Report. 2013. № 13/10; Republic of Belarus: Financial System Stability Assessment — Update, including Report on the Observance of Standards and Codes on Banking Supervision // IMF Country Report. 2009. № 09/30. P. 29; IMF Country Report. 2014. № 14/258. P. 10; URL: http://www.senti.kg/article/financoviy_rinok_kirgizctana_perspektivi_razvitiya; Данные ЦБ РФ «Обзор банковской системы» на конец 2014 г.; Совместное постановление Совета Министров и Национального Банка от 12 апреля 2011 г. № 482/10 «О Программе развития рынка ценных бумаг Республики Беларусь на 2011—2015 годы», URL: <http://www.banki.ru/banks> (май 2015 г.); <http://www.banker.kz/raiting/raiting-activs.php> (декабрь 2014 г.); <http://www.bankir.kg> (конец 2013 г.); <http://www.armbanks.am> (IV квартал 2013 г.).

Комментарий: Доля активов, контролируемых пакетами акций более 20%, рассчитывается по банкам, представляющим более 70% активов банковской системы. По каждому банку суммируются пакеты акций более 20%. Сумма взвешивается на долю банков в активах банковской системы. Показатель free-float в Казахстане рассчитывается по акциям представительского списка Казахстанской фондовой биржи по состоянию на апрель 2015 г., в России — по акциям общего индекса Московской биржи, в Кыргызстане — по данным Кыргызской фондовой биржи на 2008 г.

4) *низкой долей розничных и институциональных инвесторов*, сверхконцентрацией рынка акций на нескольких эмитентах, спекулятивностью, преимуществом традиционных долговых инструментов (кредиты, облигации крупных эмитентов), слабостью венчурного инвестирования;

5) *недостаточной способностью к саморегулированию* из-за встроенных диспропорций, неустойчивости финансовых индикаторов (волатильный валютный курс, высокие ставки, немонетарная инфляция);

6) *ограниченными возможностями эволюционного развития* в сторону дробной структуры акционерного капитала, повышения инвестиционной привлекательности активов.

Прямые формы государственного контроля в банках, как правило, сопровождаются отсутствием миноритариев (АО «Россельхозбанк» в России, госбан-

1.1. Структуры собственности, модели экономик и финансовых рынков

ки в Кыргызстане) либо незначительной их долей¹. Редкие примеры — «народная» приватизация Банк ВТБ (ПАО) — 25,2% миноритариев².

Таблица 1.1. Модели структуры собственности в экономике и финансовом секторе

Страна	Характеристика*	Процент от активов банков**			Инфраструктура***		
		Государство	Резиденты	Нерезиденты	Биржа	Учетно-расчетная	Гарантийные агентства
Россия	Высокая доля государства в экономике (50% госсектора) ¹ . Косвенный контроль государством банков и биржевой торговли через многоуровневую сеть опосредованного владения, диверсифицированного представительства: госбанки, ЦБ, Московская биржа	62	30	8	Косвенный госконтроль — через ЦБ, ПАО Сбербанк, Банк ВТБ (ПАО)	Косвенный госконтроль — через Московскую биржу	Прямая собственность государства
Казахстан	Высокая доля государства в экономике (40% промышленного производства) ² . Косвенный и прямой контроль банковской системы узкой группой резидентов — политически влиятельных физических лиц (форма участия — смешанная с присутствием капиталов государства, международных организаций, нерезидентов), а также косвенный контроль государства ключевых инфраструктурных организаций через НБК как крупнейшего собственника	8,5	78	13,5	Косвенный контроль государства через НБК		
Беларусь	Очень высокая доля государства в экономике (70% промышленного производства) ³ , поддерживаемая прямым контролирующим участием государства в банковской системе и в инфраструктурных организациях	64,8	0,3	34,9	Прямая собственность государства		

¹ В Беларуси по четырем крупнейшим государственным банкам — 0,01—0,03%.

² Детальная структура собственности и порядок расчетов — см. табл. 59, 63, 64 Отчета по 2-му этапу.

1. Финансовые рынки Евразии: как они устроены

Окончание табл. 1.1

Страна	Характеристика*	Процент от активов банков**			Инфраструктура***		
		Государство	Резиденты	Нерезиденты	Биржа	Учетно-расчетная	Гарантийные агентства
Кыргызстан	Относительно низкая доля участия государства в экономике с концентрацией крупных собственников-нерезидентов в банковской системе и в инфраструктурных организациях. Прямое контролирующее участие нерезидентов	18	20	62	Контроль нерезидентов (35% — KASE и Стамбульская фондовая биржа)		Прямая собственность государства
Армения	Относительно низкая доля участия государства в экономике со сверхконцентрацией крупных собственников-нерезидентов на финансовом рынке в банковской системе и в инфраструктурных организациях. Прямое контролирующее участие нерезидентов	—	16	84	100%-ная собственность нерезидентов		Косвенный контроль через ЦБ

¹ По оценке, приведенной первым заместителем Председателя Правительства РФ И. И. Шуваловым (на 15 января 2014 г.) (<http://www.vestifinance.ru/articles/37939>).

² 40% — по оценкам министра финансов Республики Казахстан, интервью от 29 октября 2014 г. (<http://tengrinews.kz/markets>).

³ 70% (2013 г.) — по данным Белстата, по другим источникам — 55% (2009 г.) (см.: Favaro E., Smits K., Bakanova M. Structural Challenges for SOEs in Belarus. World Bank. Working Paper, 2012. P. 2).

* Для сравнения — доля госсектора (SOE) в промышленном производстве Китая — 24% (<http://english.caixin.com/2014-10-30/100744910.html>). Всемирный банк дает оценку предельной приемлемой доли госсектора в объеме промышленного производства в 40% (Corporate governance of state-owned enterprises: A Toolkit / The World Bank, 2014. P. xxi)

** Банки: Армения, Беларусь, Казахстан, Кыргызстан — рассчитано по данным коммерческих банков, представленных на их официальных сайтах, а также баз данных по банковским системам указанных стран (<http://www.banker.kz/raiting/raiting-actives.php>, http://www.nbrb.by/publications/banksector/bs_2014_1001.pdf, URL: <http://www.bankir.kg>), <http://www.myfin.by/stati/view/3695-rejting-bankov-poitogam-2-kvartala-2014-goda>, URL: <http://www.armbanks.am/%D0%B1%D0%B0%D0%BD%D0%BA%D0%B8/?org=25&lang=ru> (на IV кв. 2013 г.)). Россия: данные ЦБ РФ по количеству кредитных организаций; Денежно-кредитная и финансовая статистика ЦБ РФ; «Обзор банковской системы» на конец 2014 г. URL: <http://www.banki.ru/banks> (апрель 2015 г.)

*** Инфраструктура рынка ценных бумаг: Россия: <http://www.mse.ru> (май 2015 г.); <http://www.nsd.ru> (март 2015 г.); <http://www.acgrf.ru> (март 2015 г.); <https://www.asv.org.ru> (март 2015 г.). Казахстан: <http://www.tengrinews.kz/markets> (на 1 декабря 2014 г.); <http://www.kase.kz> (на март 2015 г.); <http://www.kacd.kz> (март 2015 г.); <http://www.fpl.kz> (март 2015 г.); [kdif.kz/ru](http://www.kdif.kz/ru) (март 2015 г.); <http://www.tisr.kz> (март 2015 г.). Беларусь: <http://www.m-economy.ru/art.php?nArtId=581>; <http://www.bcse.by/ru> (март 2015 г.); <http://www.centraldepo.by> (март 2015 г.); <http://www.adc.by> (март 2015 г.). Кыргызстан: http://www.mab.micex.ru/papers/265/20130828_182358.pdf; <http://www.kacd.kz/ru> (март

1.1. Структуры собственности, модели экономик и финансовых рынков

2015 г.). Армения: <http://www.nasdaqomx.am/en/index.htm>; <http://www.m-economy.ru/art.php?nArtId=581>.

Формы косвенного контроля государства (Россия, Казахстан) также не отличаются дробностью. Исключение — крупные публичные российские банки¹. В остальных 95—100% — за государственным представителем (во многом — результат санаций крупных проблемных банков)².

В инфраструктуре прямой контроль государства сосредоточен в гарантийных агентствах³. В Беларуси, кроме того, государству напрямую принадлежит 99,9% акций Белорусской валютно-фондовой биржи, Республиканский центральный депозитарий — унитарное предприятие.

Косвенный государственный контроль в инфраструктуре более распространен (Россия — через Банк России, ПАО Сбербанк, Банк ВТБ (ПАО), Московскую биржу, Казахстан — через Национальный банк Республики Казахстан, Армения — в части фонда гарантирования депозитов — через ЦБ). В Армении⁴ и Кыргызстане⁵ торгово-расчетная инфраструктура под контролем нерезидентов.

Преобладающее присутствие государства (Россия, Беларусь), резидентов (Казахстан) или нерезидентов (Кыргызстан, Армения) выражается в различных формах вертикального и сетевого участия узкой группы бенефициаров⁶.

Развитие неоконтинентальной модели в странах ЕАЭС осуществляется на основе перехода от прямого к косвенному участию крупнейших бенефициаров (рост доли опосредованного владения и диверсифицированного представительства).

Концепции для будущего развития, вытекающие из анализа

Структуры собственности на финансовых рынках стран ЕАЭС являются схожими, отличия — в формах участия государства и нерезидентов. Политики по управлению структурой собственности не развиты (см. пп. 1.11.1). Условие гармонизации — по мере создания условий — согласование политик по диверсификации структуры собственности, *сбалансированному участию в капиталах* государства, резидентов (страны ЕАЭС) и нерезидентов (третьи страны) (см. пп. 3.3.1).

¹ В 2015 г. — у ПАО Сбербанк Банк России являлся единственным акционером с долей участия не менее чем 5% уставного капитала, у региональных банков в 2015 г. миноритарными пакетами акций (доля участия в уставном капитале менее 5%) были представлены: ПАО «АК БАРС» — 25,41% уставного капитала, ПАО «Татфондбанк» — 35,16% уставного капитала.

² Детальная структура собственности и порядок расчетов — см. табл. 59 Отчета по 2-му этапу.

³ Часто как госучреждения, госпредприятия (Беларусь) или подразделения органов власти (Кыргызстан), в России — 100%-ный собственник — Росимущество.

⁴ Источник: NASDAQ OMX Armenia (Фондовая биржа Армении). <http://www.nasdaqomx.am/en/index.htm>.

⁵ 10,6% акций Кыргызской фондовой биржи в 2013 г. принадлежало Казахстанской фондовой бирже, 24,5% акций — Стамбульской фондовой бирже (Международный обзор членов Международной ассоциации банков СНГ, 2013. <http://www.mab.micex.ru/papers/265/20130828182358.pdf>).

⁶ Подробнее о структуре собственности по субъектам финансового рынка, включая количественные показатели участия государства в банковской системе и в инфраструктуре финансового рынка в разрезе форм прямого и косвенного контроля — см. табл. 2 Отчета по 3-му этапу.

1.2. Валютный режим и режим счета капитала

Валютные режимы стран ЕАЭС (по классификации МВФ¹) группируются относительно четырех моделей: прочие режимы с возможностью корректировки курса (Crawl-like Arrangement); режим стабилизированного курса (Stabilized Arrangement); прочие режимы управляемого курса (Other Managed Arrangement); плавающий курс (Floating). Характерна частая смена валютных режимов, высокая зависимость от внешнеэкономической конъюнктуры (табл. 1.2).

Таблица 1.2. Валютные режимы стран ЕАЭС и их динамика по классификации МВФ

Режимы	Мягкая привязка (Soft Pegs)		Остальные режимы (Residual) ¹	Плавающий (Floating)
	Корректируемый (Crawl-like arrangement)	Стабилизированный (Stabilized arrangement) ²	Управляемый (Other managed arrangement)	Плавающий (Floating)
Армения	с марта 2013 г., де-факто — привязка к доллару США	х	х	до марта 2013 г. — таргетирование по инфляции
Беларусь	с мая 2011 г., де-факто — привязка к доллару США	х	с октября 2011 г. — плавающий управляемый курс	х
Казахстан	до февраля 2014 г. — привязка к доллару США	с февраля 2014 г. по август 2015 г. — привязка к доллару США	х	с августа 2015 г.
Кыргызстан	х	х	до ноября 2013 г. — таргетирование по макроэкономическим показателям, с ноября 2013 г. — по ставке процента	х
Россия	х	х	С 2013 г. — переход к плавающему курсу с таргетированием по инфляции	

¹ Нет якоря. Ориентир — макроэкономические показатели.

² Колебания в узком диапазоне.

Источник: AREAER, 2012—2014.

Специфика валютных режимов стран ЕАЭС определяется, среди прочих факторов, различиями в уровне долларизации финансов (табл. 1.3) и обеспеченности международными резервами (табл. 1.4).

¹ AREAER. P. 1. Объявленные официально режимы валютных курсов могут отличаться от данной классификации.

1.2. Валютный режим и режим счета капитала

Таблица 1.3. **Уровень долларизации¹, на конец 2014 г.**

Страна	Доля кредитов в иностранной валюте в общем объеме выданных кредитов, %	Доля депозитов в иностранной валюте в общем объеме принятых депозитов, %
Армения*	72	67
Беларусь	52	70
Казахстан	30	44
Кыргызстан	58	56
Россия**	26	24

¹ Уровень долларизации определяется, соответственно, как отношение кредитов и депозитов в иностранной валюте (чаще всего доллара) к общему объему выданных банковской системой кредитов и привлеченных депозитов.

Источники: Армения — данные Центрального банка Армении по состоянию на декабрь 2014 г., Monetary and Financial Statistics, Loans and Deposits // <https://www.cba.am/en/SitePages/statmonetaryfinancial.aspx>.

Беларусь: Отчет Национального банка за 2014 г. Утвержден Указом Президента Республики Беларусь от 11 мая 2015 г. № 206.

Казахстан: Годовой отчет Национального банка Республики Казахстан за 2013 г. Утвержден Указом Президента Республики Казахстан от 24 мая 2014 г. № 822.

Кыргызстан: Годовой отчет Национального банка Кыргызской Республики за 2014 г, Утвержден постановлением Правления Национального банка Кыргызской Республики № 18/1 от 20 марта 2015 г.

Россия: Обзор банковского сектора Российской Федерации (интернет-версия), № 147, январь 2015 г., Банк России // http://www.cbr.ru/analytics/bank_system/obs_1501.pdf.

Комментарий:

* В Армении большую долю (около 25%) занимают депозиты нерезидентов.

** В России депозиты нерезидентов — физических лиц — менее 1%.

Таблица 1.4. **Международные резервы стран ЕАЭС**

Страна	ВВП, 2014 г., млрд долл.	Международные резервы, млрд долл.	Дата	Индикатор «Международные резервы / ВВП», %
Армения	10,3	1,496	Апрель 2015	14,52
Беларусь	76,1	4,56	Март 2015	5,99
Казахстан	212	28,791	Апрель 2015	13,58
Кыргызстан	7,4	1,771	Апрель 2015	23,93
Россия	1857	356,77	Май 2015	19,21

Источник: МВФ, данные на конец месяца.

Изменения валютного режима — часто вынужденная мера, результат дефицита ресурсов у регулятора для обеспечения макроэкономической стабильности в условиях высокой долларизации, недоверия к национальной валюте. Допускается возврат к более жестким режимам корректировки валютного курса (Армения, Беларусь) — табл. 1.2.

1. Финансовые рынки Евразии: как они устроены

Для стран-экспортеров плавающий курс может являться результатом борьбы за конкурентоспособность на внешних рынках¹ (Казахстан, Кыргызстан, отчасти Россия).

Валютный режим тесно связан с режимом текущего счета и счета капитала. В условиях фиксированного валютного курса мобильность капитала ограничена². Длительной приверженности стран к режиму валютного курса с возможностью корректировки и «якорной» привязкой к курсу доллара³, как правило, сопутствуют ограничения в открытости.

Страны ЕАЭС характеризуются разной степенью открытости счета капитала. По значению индекса КАOPEN⁴ в 2014—2015 гг. высокий уровень открытости демонстрирует Армения, затем — Россия; ниже среднего — Кыргызстан, стабильно невысокий — Беларусь, Казахстан. Некоторые из стран периодически возвращаются к более закрытому счету капитала, а затем повышают открытость до уже достигнутого уровня⁵ (табл. 1.5).

Таблица 1.5. Индекс КАOPEN по странам ЕАЭС в 1996—2014 гг.

Позиция	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
1996	0,13	-1,19	-1,19	x	-0,13
1997	1,61	-1,89	-1,19	1,61	-0,13
1998	1,87	-1,89	-1,19	1,61	-0,83
1999	2,13	-1,89	-1,19	1,61	-1,89
2000	2,39	-1,89	-1,19	1,61	-0,83
2001	2,39	-1,89	-1,19	1,35	-1,89
2002	2,39	-1,19	-1,19	1,09	-0,13
2003	2,39	-1,19	-1,19	1,09	-0,13
2004	2,39	-1,19	-1,19	1,09	-0,13
2005	2,39	-1,19	-1,19	1,09	-0,13

¹ В годовом отчете МВФ 2014 г. отмечается, что только в России с 2013 г. предпринимались плановые шаги по переходу к плавающему режиму валютного курса (AREAER. P. 1).

² *Duttagupta R., Fernandez G., Karacadag C.* From Fixed to Float: Operational Aspects of Moving Towards Exchange Rate Flexibility / IMF WP/04/126.

³ По классификации МВФ, Казахстан — до февраля 2014 г. — прочие режимы с возможностью корректировки курса, потом — близкий по содержанию режим стабилизированного валютного курса, Беларусь — корректировка курса с привязкой к курсу доллара с сентября 2012 г. Армения — официально плавающий режим, но по версии МВФ, — с февраля 2013 г. — режим корректировки курса (однако до этого момента счет капитала был уже полностью открыт). См.: AREAER IMF, 2014.

⁴ Рассчитывается по данным таблицы ограничений по операциям по счетам капитала в 182 странах, представленных в Ежегодном отчете IMF по валютным режимам и ограничениям на валютно-обменные операции (AREAER). Menzie Chinn and Hiro Ito. The Chinn-Ito Index. A de jure measure of financial openness (Updated to 2014). http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm.

⁵ Россия — последовательный рост, Армения — удержание на максимально высоком уровне, Казахстан — стабильность на низком уровне, Беларусь, Кыргызстан — повышение и понижение открытости в зависимости от складывающейся экономической ситуации относительно невысокого среднего уровня (раздел 5.1.1.4 Отчета по 2-му этапу, раздел 5.2.4 Отчета по 3-му этапу).

Позиция	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
2006	2,39	-1,19	-1,19	1,09	-0,13
2007	2,39	-0,13	-1,19	1,35	-0,13
2008	2,39	-1,19	-1,19	1,61	-0,13
2009	2,39	-1,19	-1,19	1,61	0,13
2010	2,39	-1,19	-1,19	1,61	0,39
2011	2,39	-1,19	-1,19	1,61	0,65
2012	2,39	-1,19	-1,19	-0,42	0,91
2013	2,39	-1,19	-1,19	-0,68	1,17
2014	2,39	-1,89	-1,19	-0,68	1,17
Шкала					
Максимум	(полностью открытый счет капитала)				2,39
Минимум	(полностью закрытый счет капитала)				(-1,88)

Источники: Menzie Chinn and Hiro Ito's "KAOPEN" data base (http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm)

Характеристика связи режимов текущего счета и счета капитала по странам ЕАЭС дана ниже (табл. 1.6).

Таблица 1.6. Характеристика стран ЕАЭС по степени либерализации счета капитала¹

Показатель	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
Уровень открытости (КАOPEN) в 2014 г.	Максимальный	Стабильно низкий	Стабильно низкий	Ниже среднего	Высокий
Ограничения по невидимым операциям и текущему счету	Отсутствуют	Ограничено	Ограничено	Ограничено	Отсутствуют
Операции по счету капитала с ограничениями в % к общему количеству операций ²	31	100	62	76	39

¹ См. AREAER IMF, 2014.

² Общая характеристика режимов текущего счета и счета капиталов стран ЕАЭС в табличной форме в разрезе всего перечня операций по классификации ОЭСР представлена в табл. 73 Отчета по 2-му этапу. (источник: AREAER. P. 80—88). Визуальная интерпретация уровня ограничений по счету капитала в разрезе всех операций по классификации ОЭСР (см. рис. 43 Отчета по 3-му этапу).

Концепции для будущего развития, вытекающие из анализа

Различия в валютных режимах стран ЕАЭС при общности целей валютных политик (см. пп. 1.11.1) отражают разницу в состоянии их экономик, в уровне открытости счета капитала.

Условие гармонизации — согласование валютной политики по мере решения ключевых вопросов: зависимость курсов национальных валют от внешних факторов, высокая долларизация, риски «конкурентной девальвации» (см. пп. 3.3.1).

1.3. Инвестиционная модель

Условия для инвестиций в странах ЕАЭС имеют особенности:

— относительно низкая конкурентоспособность экономик, зависимость от внешней конъюнктуры, недостаточная защита прав инвесторов, излишние регулятивные издержки, социальная нестабильность; высокие: инфляция, монополизм, издержки, налоговая нагрузка; снижение качества рабочей силы. Как результат — преобладание спекулятивных инвесторов¹;

— значимость участия государства как инвестора-стратега и инноватора². Совместные институты развития³ и фонды инвестирования создаются недостаточно активно⁴. Сохраняется риск превышения «разумной» доли государства в экономике (не выше 40—50%)⁵, в том числе в результате санации значимых организаций;

— инвестиционная политика очень различна по странам, по направлениям (государственные, частные, иностранные) и инструментам реализации⁶.

Сложилось две инвестиционные модели⁷:

1) *модель с участием крупных государственных институтов развития*, принимающих стратегические решения относительно направлений и объемов государственных инвестиций, условий для привлечения иностранных инвесторов (Казахстан, Россия).

Такая модель отличается сравнительным разнообразием инструментов инвестиционной политики: фондовый рынок, механизмы коллективного инвестирования, активная роль государства в защите прав инвесторов, в борьбе с нарушениями на финансовом рынке, в поддержании надежности финансовых институтов, в создании гарантийных и страховых механизмов;

¹ Результаты — волатильность, медленные темпы модернизации, высокие издержки, разбалансированность, спекулятивная модель финансового рынка, слабый интерес прямых иностранных инвесторов к передаче технологий и размещению производств.

² В отсутствие достаточного объема внутренних финансовых ресурсов в ряде стран ЕАЭС создаются специальные агентства по поддержке привлечения инвестиций и работе с инвесторами. Они концентрируются на содействии, организации, координации взаимодействия инвесторов и не располагают достаточным объемом собственных средств для участия как полноценного инвестора.

³ Общие институты развития: Евразийский банк развития (ЕАБР); Центр высоких технологий Евразийского экономического сообщества, ООО «Венчурная компания «Центр инновационных технологий ЕврАзЭС» (см. табл. 57 Отчета по 2-му этапу).

⁴ Страны ЕАЭС на сентябрь 2015 г. создали / создают четыре совместных фонда: АО Кыргызско-Казахский фонд прямых инвестиций, Российско-Белорусский венчурный фонд, Российско-Казахстанский венчурный фонд, Российско-Кыргызский фонд развития (см. табл. 54 Отчета по 2-му этапу).

⁵ Участие государства в экономике определяется как доля госсектора в промышленном производстве (в отдельных случаях — в ВВП). Всемирный банк дает оценку предельной приемлемой доли госсектора в объеме промышленного производства — 40% (Corporate governance of state-owned enterprises: A Toolkit / The World Bank, 2014. P. xxi). Для сравнения — доля госсектора в промышленном производстве Китая — 24%.

⁶ Связано в том числе с низким уровнем зрелости финансовых рынков.

⁷ Деление условно, отражает значимость и «продвинутость» системы институтов развития в стране.

2) *модель бюджетного финансирования* по многолетним целевым государственным программам (Армения, Беларусь, Кыргызстан). Сопровождается меньшим разнообразием инструментов инвестирования, отдельный бюджет развития может отсутствовать.

Из-за низкого уровня финансового развития данные модели не имеют выраженных различий по показателям эффективности. Индикатор «Инвестиции / ВВП» у всех стран ЕАЭС кратно ниже¹, чем в новых индустриальных экономиках в период модернизации (до 30—40%).

Однако страны первой модели (Казахстан и Россия) отличаются заметно более высокой долей ПИИ из офшорных юрисдикций во входящих накопленных ПИИ — 52—72%, чем страны второй модели (Армения, Беларусь, Кыргызстан) — 5—17%². По показателям накопленных портфельных инвестиций к ВВП различия между странами несущественны³.

Взаимные инвестиции и ограничения

Ограничения на ПИИ существуют во всех странах ЕАЭС, кроме Армении⁴. Согласно *индексу ограниченности ПИИ ОЭСР*⁵ страны ЕАЭС⁶ уступают по открытости странам BRICS, ЕС, НАФТА⁷. Слабо используется потенциал взаимных инвестиций между странами ЕАЭС, их доля в объеме входящих накопленных ПИИ всех стран ЕАЭС — 2,6%⁸.

В Договоре о ЕАЭС согласованы общие подходы обеспечения свободы инвестиций, обязательства стран⁹ по их либерализации¹⁰, административного со-

¹ 26—27% у Казахстана и Кыргызстана, 20—22% у Армении, 18,4—20% у России, исключение Беларусь — 35% (IMF WEO, 2014). На конец 2014 г. См. также пп. 1.4.5, 3.1.3 (табл. 3.10).

² Inward Direct Investment Position — данные IMF Coordinated Direct Investment Survey.

³ Подробнее по показателям инвестиций по странам ЕАЭС — см. пп. 1.4.5, 3.1.3 (табл. 3.10).

⁴ Об ограничениях по счету движения капитала — см. п. 1.2. Визуализация действующих ограничений по операциям по счету капитала, согласно классификации ОЭСР — см. рис. 43 Отчета по 2-му этапу.

⁵ ОЭСР выделяет три категории ограничений. 1. Разрешенный уровень иностранного участия в акционерном капитале (0—100%). 2. Контроль и дискриминационные требования и уведомления. 3. Другие ограничения, применимые только к иностранным компаниям (в том числе ограничения на участие в советах директоров, передвижение людских и других ресурсов, обязательность использования определенной доли отечественных комплектующих).

⁶ За 2014 г.: Россия — 0,181, Казахстан — 0,151, Кыргызстан — 0,079. Для сравнения — Китай — 0,418, Бразилия — 0,101, Индия — 0,263, ЮАР — 0,055, в среднем по странам ОЭСР — 0,089, по странам — нечленам ОЭСР, участвующим в рейтинге, — 0,15, по странам BRICS — 0,20.

⁷ Индекс рассчитывается как средневзвешенное значение по 9 секторам и 11 подсекторам. Ограничения оцениваются по шкале от 0 до 1, где «0» — абсолютно открытый сектор и «1» — абсолютно закрытый.

⁸ Рассчитана как сумма ПИИ (входящих накопленных) из других стран ЕАЭС к совокупному объему ПИИ (входящих накопленных) всех стран ЕАЭС — по данным IMF Coordinated Direct Investment Survey, Inward Foreign Direct Investment, 2014.

⁹ Возможность нераспространения обязательств государства-члена по отношению к другому государству-члену в зависимости от существенности деловых операций (ст. 65 Договора о ЕАЭС).

¹⁰ Невведение новых дискриминационных мер, поэтапная либерализация условий осуществления инвестиций (ст. 66 Договора о ЕАЭС). Оптимизация внутреннего регулирования (разрешительные процедуры) с использованием лучших международных практик; применение прогрессивных моделей (обмен опытом); пропорциональность — необходимость и достаточность результатов использования механизмов либерализации; взаимовыгодность — справедливое распределение выгод и обязательств; последовательность — неухудшение действующих условий, либерализация приоритетных отраслей (ст. 67 Договора о ЕАЭС).

трудничества¹; направления деятельности в этой области², правовой режим инвестиций между странами³. Создан Совет банков развития ЕАЭС.

Механизмы поощрения иностранных инвестиций

По количеству международных соглашений о защите инвестиций на одну страну — 56, ЕАЭС уступает другим международным объединениям (средний уровень по странам ЕС — 90—100 соглашений на страну⁴, в НАФТА — 68). По количеству соглашений, заключаемых от имени или в составе международных объединений с третьими странами, статистика хуже: АСЕАН — заключено 13 (11 вступили в силу), ЕС — 63 (52 вступили в силу), ЕАЭС — 2⁵ (одно вступило в силу)⁶.

Соглашения об избежании двойного налогообложения имеют все страны, но они очень различаются по количеству (табл. 1.7) и по составу стран-контрагентов⁷.

Таблица 1.7. Защита иностранных инвестиций: международные соглашения

Показатель	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
Количество двусторонних международных соглашений об инвестициях (вступили в силу) ¹	42 (35)	61 (49)	47 (33)	30 (22)	74 (57)
Количество прочих международных соглашений об инвестициях (вступили в силу) ²	6 (3)	7 (3)	10 (6)	9 (5)	5 (2)
Участие в Вашингтонской конвенции 1965 г. о разрешении инвестиционных споров ³	с 1992 г.	с 1992 г.	с 1992 г.	с 1995 г., не ратифицирована	с 1992 г., не ратифицирована
Участие в Конвенции об учреждении многостороннего агентства инвестиционных гарантий 1985 г. ⁴	с 1995 г.	с 1992 г.	с 1993 г.	с 1993 г.	с 1992 г.
Участие в Соглашении стран СНГ о сотрудничестве в области инвестиций 1993 г. ⁵	+	+	+	+	+

¹ Оперативный информационный обмен между компетентными органами; механизм предупреждения нарушения интересов, запросы и обязательное информирование. Участие ЕЭК (ст. 68 Договора о ЕАЭС). Обеспечение транспарентности законодательства (ст. 69 Договора о ЕАЭС).

² Путем гармонизации законодательства, сотрудничества компетентных государственных органов.

³ Не менее благоприятный, чем режим, предоставляемый национальным инвесторам, а при таких же (подобных) обстоятельствах — не менее благоприятный, чем режим, предоставляемый третьим странам. Допускаются ограничения и изъятия из национального режима; гарантии распоряжения результатами, свободы перевода денежных средств и платежей, связанных с инвестициями (п. 65—67, п. 77—78 — право на возмещение ущерба, на условиях благоприятного режима; п. 79—81 — запрет на экспроприацию без адекватной компенсации; п. 82—83 — переход прав инвесторов в порядке суброгации; п. 84—87 — порядок разрешения инвестиционных споров раздела VII «Инвестиции» Приложения 16 к Договору о ЕАЭС).

⁴ Включая соглашения с третьими странами и странами ЕС (2014 г.).

⁵ В мае 2015 г. заключено Соглашение о свободной торговле между ЕАЭС и Вьетнамом, а также сам Договор о ЕАЭС, вступивший в силу 1 января 2015 г.

⁶ Статистика UNCTAD, январь 2016 г. <http://investmentpolicyhub.unctad.org>.

⁷ См. раздел 4.1.1.3 Отчета по 2-му этапу, табл. 53—53.

Показатель	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
Участие в Конвенции стран СНГ о защите прав инвестора 1997 г. ⁶	+	+	+	+	+
Количество соглашений об избежании двойного налогообложения ⁷	35	62	46	22	80

¹ Статистика UNCTAD, январь 2016 г. <http://investmentpolicyhub.unctad.org>.

² Там же.

³ Сокр. англ. ICSID Convention.

⁴ Convention establishing the Multilateral Investment Guarantee Agency, 11 October 1985, 1508 U. N.T. S. 99 (I-26012) (entered into force 12 April 1988).

⁵ Соглашение стран СНГ от 24 декабря 1993 г. «О сотрудничестве в области инвестиционной деятельности».

⁶ Конвенция СНГ от 28 марта 1997 г. «О защите прав инвестора» (ВВАС 97-8).

⁷ По данным налоговых ведомств стран ЕАЭС на конец 2015 г.

Не полностью используются возможности уже созданных *наднациональных институтов* развития.

1. Общие институты развития¹: Евразийский банк развития (ЕАБР)², Евразийский фонд стабилизации и развития (ЕФСР)³. Проблемы — возвратность средств, дефицит эффективных проектов, модель самокупаемости ЕАБР⁴;

2. Институты инновационного развития: Центр высоких технологий Евразийского экономического сообщества (ЦВТ), ООО «Венчурная компания «Центр инновационных технологий ЕврАзЭС» (ЦИТ)⁵. Проблемы — дефицитность капитальной базы, правосубъектности⁶.

Развитие *совместных инвестиционных фондов* между государствами ЕАЭС требует решить вопрос об их ресурсах. Полноценными фондами такого рода можно считать Российский фонд прямых инвестиций (РФПИ) и казахское АО «Казына капитал менеджмент» (ККМ)⁷, которые обладают собственной ресурс-

¹ В связи с прекращением ЕврАзЭС их статус может меняться.

² ЕАБР в цифрах и фактах, на IV квартал 2014 г. <http://www.eabr.org>.

³ Решения, принятые на заседании Правительства РФ 26 февраля 2015 г. (<http://government.ru/news/17031>). ЕАБР является управляющим средствами ЕФСР.

⁴ О стратегии ЕАБР см. интервью Председателя Правления ЕАБР Д. Панкина в «Газете.Ru» от 30 декабря 2015 г.

⁵ Подробнее о специфике деятельности данных институтов см. табл. 57 Отчета по 2-му этапу.

⁶ ЦВТ был создан еще в 2009 г. решением Межгоссовета ЕврАзЭС № 420 для организации совместных научных разработок и реализации научно-технических инновационных программ; содействия разработке и реализации согласованной инновационной политики; координации работ по созданию Евразийской инновационной системы и развитию инфраструктуры научно-технической и инновационной деятельности; формирования благоприятной среды для привлечения инвестиций в инновации. Однако в отсутствие собственной ресурсной базы деятельность института сосредоточилась на отборе перспективных инновационных проектов без практической реализации. С 2012 г. к работе ЦВТ подключились национальные институты развития: ООО «Инфраструктурные инвестиции РВК» (Россия), учрежденные ООО «Венчурная компания «Центр инновационных технологий ЕврАзЭС».

⁷ Подробнее о деятельности фондов и их контрагентах, участии в создании совместных фондов см. соответственно табл. 56 и 55 Отчета по 2-му этапу.

1. Финансовые рынки Евразии: как они устроены

ной базой и на правах инвестора участвуют в создании совместных фондов с другими странами (направление ЕАЭС развито достаточно слабо) и в совместном финансировании общих проектов.

Оценки инвестиционного климата по странам ЕАЭС¹ свидетельствуют об общей проблеме — отсутствии настройки на «форсаж», на быстрый экономический рост.

Концепции для будущего развития, вытекающие из анализа

Сближение условий осуществления инвестиционной деятельности по странам ЕАЭС (см. пп. 1.1.1) — необходимое условие эффективного согласования и гармонизации инвестиционной политики (см. пп. 3.3.1).

1.4. Макроэкономические условия

1.4.1. Динамика и размер экономик

Экономики стран ЕАЭС разные по уровню развития, но имеющие синхронную или во многом схожую динамику: докризисный рост, синхронное падение в кризис 2009 г., затем слабое восстановление экономик и схожее замедление роста до минимальных уровней в 2014 г. (табл. 1.8).

Таблица 1.8. Темпы прироста реального ВВП в странах ЕАЭС, %, 2000—2014 гг.

	2000	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Армения	6	14	13	14	7	-14	2	5	7	3	3
Беларусь	6	9	10	9	10	0	8	6	2	1	2
Казахстан	10	10	11	9	3	1	7	8	5	6	4
Кыргызстан	5	0	3	9	8	3	0	6	0	11	4
Россия	10	6	8	9	5	-8	5	4	3	1	1

Источники: показатель «GDP Annual Growth,%» — данные World Bank Database.

Доминирующая экономика — российская, составляющая 85—90% совокупного ВВП стран ЕАЭС (существенно выросла лишь доля Казахстана — до 10%) (табл. 1.9). Подушевой ВВП России превышает на 20—30% показатели Казахстана и Беларуси, в несколько раз — Армении и Кыргызстана. При этом темпы роста российской экономики существенно ниже, чем у других стран ЕАЭС (табл. 1.8).

Таблица 1.9. Структура совокупного ВВП стран ЕАЭС, %, 2000—2014 гг.

	2000	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Всего, %, в том числе	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Армения	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0	1

¹ По рейтингу экономик Doing Business и его составляющим см. пп. 3.1.3.

	2000	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Беларусь	4	4	3	3	3	4	3	3	3	3	4
Казахстан	6	7	7	7	7	8	8	9	9	10	10
Кыргызстан	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Россия	89	89	89	89	89	87	88	88	88	87	86

Источники: показатель «Gross Domestic Product, Current Prices, US Dollars» — IMF IFS.

1.4.2. Взаимные связи (торговля, расчеты, инвестиции)

Взаимная торговля

Экономические связи между крупнейшими экономиками постсоветского пространства (ЕАЭС) — РФ, Казахстаном и Беларусью — тесные, но характеризуются ослаблением в 2000-е гг. в сравнении с 1990-ми. Взаимная торговля между государствами ЕАЭС в 2000-х гг. значительно возросла в абсолютном выражении, но в периоды экономических кризисов (2009—2010, 2014—2015 гг.) характеризовалась падением объемов (табл. 1.10). Еще одна причина снижения товарооборота в 2015 г. — девальвация национальных валют, повлиявшая на снижение абсолютной суммы экспорта и импорта (в долларах США).

Таблица 1.10. Взаимная торговля стран ЕАЭС, 1992—2015 гг., млрд долл.

Год	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Товарооборот	8	10	13	15	14	10	15	15	15	19	27

Год	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Товарооборот	27	35	46	58	39	49	66	71	69	61	46

Источники: 2014—2015 гг. — сайт ЕЭК. Объемы, темпы и пропорции развития взаимной торговли государств — членов ЕАЭС за 2015 г.

1994—2013 гг. — расчеты на основе статистики по объему импорта. Показатели «Goods, Value of Imports, CIF, US Dollars» — данные IMF Direction of Trade Statistics. Для ряда лет с недостающими данными использованы данные официальной статистики стран: 1998—2015 гг. — данные Росстата в отношении товарооборота России; 2000—2015 гг. — данные Национального статистического комитета Беларуси; 2010 г. — данные портала внешнеэкономических связей МЭР России в отношении товарооборота Россия — Казахстан; 2011—2015 гг. данные Комитета по статистике РК.

Доля экспорта и импорта из государств — членов ЕАЭС в общем экспорте / импорте стран с 2005 г. сохраняется на стабильном уровне (табл. 1.11). Создание Таможенного союза (июль 2010 г.) оказало ограниченное воздействие на относительный объем взаимной торговли. Ее рост был незначительным.

1. Финансовые рынки Евразии: как они устроены

Таблица 1.11. Доля экспорта и импорта из стран ЕАЭС в общем экспорте / импорте стран ЕАЭС, %

Год	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Импорт	14	14	15	17	19	20	25	22	20	20	22
Экспорт	11	12	12	15	15	11	12	13	12	12	12

Год	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Импорт	17	16	16	16	16	15	16	16	16	15
Экспорт	9	10	11	10	11	10	10	10	10	10

Источники: см. примечание к предыдущей таблице (табл. 1.10). Для расчета общего объема экспорта / импорта использованы данные IMF Direction of Trade Statistic (контрагент для каждой из стран — «World»). Для России, Казахстана, Беларуси, а также Армении с 2000 г. использованы данные национальных статистических служб.

На Беларусь, Казахстан и РФ приходится более 95% товарооборота пяти государств — членов ЕАЭС¹, соответственно анализ взаимной торговли этих трех стран характеризует общую динамику.

Для Беларуси и Казахстана Россия — основной источник импорта (30—50%), причем для Беларуси Россия и основной внешнеторговый покупатель (около трети экспорта), что свидетельствует о высокой степени связанности экономик.

Беларусь. Россия — традиционно основной партнер Беларуси (более половины импорта, около трети экспорта).

С Казахстаном объемы торгов низкие: доля в экспорте (максимум 2,4% в 2014 г.) возросла в 2000-х гг., в особенности в период после создания Таможенного союза в 2011—2014 гг. (2011 г. — 1,6%). Импорт товаров в Беларусь из Казахстана, составлявший и до этого незначительную величину (менее 0,5% в общем импорте²), немного сократился (до 0,2% в 2013 г. — первом полугодии 2015 г.)

Казахстан. Импорт из России на протяжении 2000-х гг. составляет 30—40% в структуре импорта Казахстана, что примерно в два раза превышает долю России в экспорте. Доля России в экспорте изначально превышала долю в импорте (до 1998 г.), но сокращалась с середины 1990-х (максимум — 62% в 1995 г.) до 15% в 2014 г.

Роль Беларуси во внешнеторговом обороте Казахстана незначительна (0,1—0,3% в экспорте; 0,7—2,3% в импорте в 2000-е гг.)

Россия. В товарообороте РФ доля Беларуси вдвое превышает долю Казахстана: 4—6% против 2—3% (2000-е гг.). Одна из причин — высокая доля экспорта нефтепродуктов в Беларусь (минимален в структуре российского экспорта в

¹ Среднее за период 1992—2014 гг.

² Резкий рост импорта в Беларусь из Казахстана в 2010 г. обусловлен снижением поставок российских нефтепродуктов, но уже в 2011 г. эти поставки были заменены венесуэльскими и азербайджанскими. Кроме того, в 2011 г. произошло общее сокращение нефтедобычи в Казахстане (*Ругайн В.* Почему импорт из Казахстана снижается, несмотря на Таможенный союз? 03.06.2013. <http://euroradio.fm>).

1.4. Макроэкономические условия

нефтедобывающий Казахстан). В структуре экспорта в Беларусь (4% всего экспорта РФ в 2014 г.) нефтепродукты составляют более 50%, затем следуют машины, оборудование и транспортные средства (13%).

В Казахстане основная статья экспорта из РФ (2,8% всего экспорта РФ в 2014 г.) — машины, оборудование и транспортные средства (27%). Сумма экспорта по этим статьям в Казахстан и Беларусь примерно одинакова: 1,2 млрд долл. в Казахстан и 1,16 млрд долл. в Беларусь¹.

Доля импорта из Беларуси и Казахстана в РФ снизилась в 2000-е гг. в сравнении с 1990-ми и в последние 10 лет оставалась достаточно стабильной (2,2—2,8%; 1,1—1,7% соответственно).

Роль национальных валют во взаимных расчетах

Торговые связи между экономиками Евразии и доверие к зарубежным валютам отражаются на валютной структуре взаимных расчетов. Доминирующую роль в расчетах занимают рубль и доллар США, причем доля рубля растет с 2011 г.² как по общей сумме, так и по количеству сделок (табл. 1.12).

Таблица 1.12. Валютная структура платежей стран ЕврАзЭС¹

а) валютная структура по объему (долл. США)

Показатель	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
в рублях РФ	56,5	53,1	52,3	52,6	48,8	56,0	51	55,4	61,2	67,1	68,4
в долларах США	38,7	42,4	43,1	33,6	40,6	35,0	37,5	35,8	30,9	26,6	24,9
в евро	2,3	2,6	3,0	13,0	9,6	8,0	8,8	7,6	6,7	5,1	4,9
в белорусских рублях	2,2	1,3	0,4	0,2	0,3	0,0	1,6	0,3	0,4	0,3	0,5
в тенге	0,2	0,5	1,1	0,4	0,5	0,0	0,8	0,6	0,5	0,6	1,2
в прочих валютах	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Итого	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Справочно: в валютах стран ЕАЭС	61	58	59	55	54	53	50	56	53	56	62

¹ Структура экспорта за первое полугодие 2015 г. (Портал внешнеэкономической информации Министерства экономического развития РФ — обзор торговых отношений РФ с Беларусью и Казахстаном).

² Рост в 2010—2011 гг. среди прочих объясняется также двумя факторами. «Во-первых, в 2008—2009 гг. учитывались лишь платежи, связанные с взаимной торговлей товарами, тогда как начиная с 2010 г. к валютному обороту добавилась стоимость обмена международными услугами. Во-вторых, в 2011 г. Казахстан изменил методику расчета показателей, связанных с платежами по товарам и услугам, что повысило размеры учитываемого объема операций, в том числе и рублевого оборота» (Борисов С. М. Российский рубль во взаимных расчетах. Новейшие данные // Деньги и кредит. № 9. 2012. С. 19).

1. Финансовые рынки Евразии: как они устроены

б) валютная структура по количеству сделок

Показатель	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
в рублях РФ	71,8	75,3	74,1	75,1	75,7	77,6	76,3	79,0	79,7	81,5	81,9
в долларах США	18,5	16,5	18,1	16,8	15,3	14,3	14,2	12,0	10,9	9,5	9,2
в евро	2,0	2,4	3,5	4,1	4,5	3,9	3,8	4,0	4,2	3,9	4
в белорусских рублях	7,1	5,1	3,4	3,4	3,8	3,6	5,1	4,2	4,5	4,4	4,1
в тенге	0,6	0,6	0,7	0,5	0,5	0,6	0,6	0,7	0,5	0,6	0,8
в прочих валютах	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Итого	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Справочно: в валютах стран ЕАЭС	79	81	78	79	80	82	82	84	85	87	87

Источники: доклады Межгосударственного банка «О платежах, связанных с оборотом товаров и услуг, проводимых между государствами — участниками ЕврАзЭС» за 2005—2015 гг.

¹ Включает все страны ЕАЭС, кроме Армении, а также Таджикистан. Так как доля расчетов Таджикистана в общей сумме расчетов незначительна (1,2% в 2014 г.), а товарооборот между государствами ЕАЭС и Арменией составляет 0,4% по экспорту и 1,6% по импорту, структуру расчетов ЕврАзЭС можно рассматривать как структуру расчетов ЕАЭС.

Рост доли расчетов в национальных валютах происходил исключительно за счет рубля: снижение доли евро и долларов в расчетах не сопровождалось ростом доли расчетов в тенге и белорусских рублях. Одной из важных причин роста расчетов в российских рублях в течение последних лет является девальвация российской валюты, что делало более выгодными для оплачивающей стороны расчеты в рублях в сравнении с долларом и евро.

Рубль преобладает в двусторонних расчетах с участием РФ, в меньшем объеме задействован в расчетах без участия РФ: максимальна его доля в расчетах Беларусь — Казахстан (20—30% по количеству и сумме).

Взаимные инвестиции

Россия — основной источник прямых инвестиций для Армении и Беларуси (50% и 59% всех входящих ПИИ) и один из пяти крупнейших инвесторов для Кыргызстана (7% входящих ПИИ)¹. С 2009 г. — постепенное снижение доли России в объеме ПИИ в странах ЕАЭС, хотя абсолютные объемы инвестиций выросли (табл. 1.13). Доля инвестиций из стран ЕАЭС для России практически не изменилась и находится на уровне 0,3—0,4%.

¹ О прямых иностранных инвестициях в страны ЕАЭС см. пп. 1.4.5.

1.4. Макроэкономические условия

Взаимные инвестиции в ЕАЭС в 2009—2013 гг. выросли с 2,1% до 2,6% от всех входящих ПИИ стран ЕАЭС¹ (14,4 млрд долл. США). Для сравнения: в ЕС данный показатель 60%².

Таблица 1.13. Доля России во входящих прямых иностранных инвестициях стран ЕАЭС, %, 2001—2013 гг.

	2001	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Армения	28	28	23	21	46	56	52	49	50	49	50
Беларусь	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	58	59	64	62	59
Казахстан	3	3	3	2	2	н/д	1	2	2	1	2
Кыргызстан	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	10	10	6	6	7

Источники: 2001—2008 гг. — показатель «FDI Stock in the Host Country» — данные UNCTAD Bilateral FDI Statistics; 2009—2013 гг. — показатель «Inward Direct Investment Position» — данные IMF Coordinated Direct Investment Survey.

Данные UNCTAD и IMF Coordinated Direct Investment Survey (IMF CDIS) практически одинаковые (различия в среднем на уровне 1—3%).

1.4.3. Финансовая глубина экономики — уровень монетизации и насыщенности кредитами

Для финансовых систем стран ЕАЭС характерна низкая финансовая глубина³, низкий уровень насыщенности экономики деньгами и кредитами. Наиболее высокий уровень монетизации — в России, минимальный уровень — в Беларуси. По насыщенности кредитами лидируют экономики России и Армении, наиболее низкий уровень — в Беларуси⁴ и Кыргызстане (табл. 1.14). В России, Армении и Кыргызстане показатели монетизации и насыщенности кредитами посте-

¹ Показатель рассчитан как сумма входящих накопленных ПИИ из ЕАЭС для всех стран ЕАЭС к сумме всех входящих накопленных ПИИ стран ЕАЭС (по показателю «Inward Direct Investment Position, US Dollars» — данные IMF Coordinated Direct Investment Survey).

² Recent Trends in FDI Activity in Europe. Research Briefing. Deutsche Bank Research. 2014. P. 1.

³ Финансовое развитие (финансовая глубина экономики, финансиализация) — пронизанность экономики финансовыми отношениями, ее насыщенность деньгами, финансовыми инструментами и институтами, величина финансов в сравнении с реальным сектором. Индикаторы финансовой глубины — денежная масса/ВВП, финансовые активы/ВВП, капитализация рынка акций/ВВП, кредиты/ВВП, деривативы по номинальной стоимости/ВВП и т.д. Чем больше финансовая глубина, тем более развитой является экономика, выше ее способность финансировать инновации, устойчивый рост, «экономическое чудо», обеспечить снижение ссудного процента. Эта закономерность показана еще в 1980-е гг. Всемирным банком и подтверждена большим объемом исследований (см.: Миркин Я. М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. М.: Альпина Паблишер, Финансовая академия при Правительстве РФ, 2002. С. 251—257; Миркин Я. М. Финансовое будущее России: экстремумы, бумы, системные риски. М.: КНОРУС, GELEOS, 2011. С. 21—28). Подробнее о финансовом развитии экономики и инструментах политики финансового развития, примерах применения такой политики см.: Финансовые стратегии модернизации экономики: мировая практика / под ред. Я. М. Миркина. М.: Магистр, 2014.

⁴ По оценке, в отчетности Национального банка Республики Беларусь не учитываются данные о кредитах, предоставляемых ОАО «Банк развития Республики Беларусь» — см. пп. 1.8.2.

1. Финансовые рынки Евразии: как они устроены

пенно растут, в Казахстане и Беларуси — снижаются с конца 2000-х гг. (табл. 1.14, 1.15).

Для сравнения: у половины формирующихся экономик мира монетизация выше 40%, что больше показателей большинства стран ЕАЭС (табл. 1.16).

Таблица 1.14. **Уровень монетизации экономик стран ЕАЭС, %, 2000—2014 гг.**

	2000	2002	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Армения	н/д	9	8	10	13	18	15	14	15	17	17	19	17
Беларусь	7	7	11	13	16	16	15	15	15	14	12	12	12
Казахстан	н/д	н/д	20	20	28	28	29	31	30	29	28	25	21
Кыргызстан	н/д	н/д	14	16	21	25	20	22	24	22	25	26	21
Россия	16	20	26	28	33	39	31	39	43	44	44	47	45

Источники: монетизация рассчитывается как «М2/ВВП, %»; показатели «М2, National Currency», «Gross Domestic Product, Nominal, National Currency» — данные IMF IFS.

Таблица 1.15. **Уровень насыщенности экономик стран ЕАЭС кредитами, %, 2000—2014 гг.**

	2000	2002	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Армения	10	7	7	8	9	14	19	25	28	35	43	45	52
Беларусь	9	9	14	16	20	25	29	37	44	39	22	24	24
Казахстан	11	19	27	36	48	59	50	50	39	36	37	36	35
Кыргызстан	4	4	7	8	10	15	14	13	13	11	13	16	21
Россия	14	18	24	26	32	39	42	45	43	45	48	53	59

Источники: показатель «Внутренний кредит, предоставленный частному сектору/ВВП, %» (Domestic Credit to Private Sector, % of GDP) — данные World Bank Database.

Внутренний кредит — финансовые ресурсы, предоставленные частному сектору всеми финансовыми институтами, включая органы денежного регулирования и банки.

Таблица 1.16. **Уровень монетизации экономики (М2/ВВП,%) государств — членов ЕАЭС в сравнении с другими странами, 2014 г.**

М2/ВВ, %	Развитые экономики	Число стран	Формирующиеся рынки	Число стран
> 200	Гонконг	1		
150—200	Япония	1	Китай	1
100—150	Великобритания, Корея, Сингапур, Швейцария	4	Ангилья, Иордания, Макао, Малайзия, Монтсеррат, Сент-Китс и Невис	6
80—100	Австралия, страны еврозоны, Канада	3	Антигуа и Барбуда, Болгария, Гренада, Доминика, Египет, Кабо-Верде, Ливан, Марокко, Непал	9

M2/ВВ, %	Развитые экономики	Число стран	Формирующиеся рынки	Число стран
60—80	Норвегия, Чехия, Швеция, США	4	Алжир, Багамы, Бахрейн, Белиз, Босния и Герцеговина, Бутан, Вануату, Венесуэла, Камбоджа, Катар, Кувейт, Мексика, Польша, Сент-Люсия, Сент-Винсент и Гренадины, Украина, Фиджи, Чили	18
40—60	Дания, Израиль, Исландия, Новая Зеландия	4	Албания, Ангола, Бангладеш, Боливия, Венгрия, Гамбия, Гватемала, Колумбия, Литва, Мозамбик, Монголия, Намибия, Оман, Пакистан, Россия , Самоа, Саудовская Аравия, Суринам, Тонга, Тринидад и Тобаго, Турция, Французская Гвиана, Южно-Африканская Республика	23
30—40			Афганистан, Ботсвана, Бразилия, Гондурас, Индонезия, Ирак, Кения, Коморы, Конго, Коста-Рика, Лесото, Молдавия, Парагвай, Румыния, Сейшелы, Соломоновы острова, Шри-Ланка, Эквадор, Эль-Сальвадор	19
20—30			Азербайджан, Доминиканская Республика, Габон, Гаити, Гана, Грузия, Казахстан , Камерун, Кыргызстан , Македония, Малави, Нигерия, Сан-Томе и Принсипи, Свазиленд, Центрально-Африканская Республика, Экваториальная Гвинея	17
10—20			Аргентина, Армения , Беларусь , Бурунди, Демократическая Республика Конго, Замбия, Никарагуа, Сербия, Сьерра-Леоне, Судан, Таджикистан, Танзания, Уганда, Уругвай, Чад, Южный Судан, Ямайка	17
Итого стран		17		109

Источники: показатели «M2, National Currency» (для Великобритании — «Money+Quasi Money, National Currency», Канады — «M2, Alternate Definition 3, National Currency»), «Gross Domestic Product, Nominal, National Currency» — данные IMF IFS.

Классификация стран по уровню развития («developed», «developing») — по данным IMF.

Другая особенность — доминирование России на финансовых рынках ЕАЭС. На Россию приходится 90% широкой денежной массы всех стран ЕАЭС, на Армению — 0,4%, Беларусь — 2,3%, Казахстан — 8,2%, Кыргызстан — 0,3%¹.

1.4.4. Норма накопления и сбережений

Для большинства стран ЕАЭС характерно снижение нормы накопления² по сравнению с показателями 2008—2010 гг. (в Армении — почти в 2 раза, в Беларуси, Казахстане и России — на 20—30%) (табл. 1.17). В среднем норма накопле-

¹ Источники: показатель «Широкая денежная масса, национальная валюта» (Broad Money, National Currency) — данные World Bank Database.

² Под нормой накопления понимается показатель «Инвестиции всего, % от ВВП» (Total Investment, % of GDP) — данные IMF WEO. Показатель «Инвестиции всего» отражает валовое накопление капитала, т.е. включает валовое накопление основного капитала и чистые изменения в запасах (Total Investment = Gross Fixed Capital Formation + Changes in Inventories).

1. Финансовые рынки Евразии: как они устроены

ния для ЕАЭС — в диапазоне 20—27% (максимальный уровень в Беларуси — 35%), что ниже, чем у других развивающихся экономик мира, в том числе азиатских, имеющих высокие темпы роста (средняя норма накопления — 32%, для азиатских экономик — 41%)¹.

Характерно, что норма накопления в 2002—2007 гг. в Армении, Беларуси и Казахстане превышала 30% при темпах роста ВВП около 10% (см. табл. 1.8.), что приближено к показателям стран «экономического чуда» в период модернизации² (табл. 1.17).

Таблица 1.17. **Норма накопления, %, 2000—2014 гг.**

	2000	2002	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Армения	18	18	23	28	34	38	44	34	29	27	23	22	22
Беларусь	27	23	32	27	33	36	39	39	42	39	35	37	35
Казахстан	19	34	26	30	33	36	27	31	26	23	26	27	26
Кыргызстан	20	20	21	22	23	21	20	23	24	24	26	26	27
Россия	19	20	20	19	21	25	24	17	22	24	24	22	20

Источники: показатель «Инвестиции всего, % ВВП» (Total Investment,% of GDP) — данные IMF WEO.

Высокая норма накопления в Беларуси частично может объясняться большей долей инвестиций государства (в 2014 г. — 37% валового накопления основного капитала³). Хотя доля частных инвестиций в основной капитал постепенно растет, роль финансовой системы Беларуси в финансировании частного сектора остается ограниченной. В 2012—2014 гг. объем кредитов, предоставленных государственному сектору, рос быстрее, чем кредиты частному сектору⁴.

¹ В формирующихся и развивающихся экономиках (Emerging and Developing) средний уровень темпов экономического роста соответственно 4,6%, в том числе в формирующихся и развивающихся азиатских экономиках (Emerging and Developing Asia) — 6,8% (2014 г.). Показатели «Total Investment,% of GDP» и «GDP Annual Percent Growth, Constant Prices» — данные IMF WEO.

² Например, в Китае данный показатель составлял 28—46% в 1980—2010 гг., Южной Кореи — 27—37% в 1975—1995 гг., Сингапуре — 33—40% в 1970—1990 гг. См.: Миркин Я. М., Кудинова М. М., Левченко А. В., Бахтараева К. Б., Жукова Т. В. Финансовые стратегии модернизации экономики: мировая практика: монография / под ред. Я. М. Миркина. М.: Магистр, 2014. С. 24.

³ Инвестиции в основной капитал по формам собственности (государственная собственность) — данные Национального статистического комитета Республики Беларусь. Для России, например, данный показатель (для государственной собственности) в 2014 г. — около 19% (данные Центральной базы статистических данных Росстата).

⁴ За этот период разница между показателем «Внутренний кредит, предоставленный финансовым сектором всего / ВВП, %» и показателем «Внутренний кредит, предоставленный частному сектору / ВВП, %» увеличилась с 9,5% до 18% ВВП. В 2014 г. данные показатели для Беларуси составляли соответственно 42,7 и 24,5% ВВП, в 2012 г. — 32 и 22,5% ВВП (в других странах ЕАЭС данные показатели практически совпадают). Источники данных: показатели «Domestic Credit to Private Sector,% of GDP» и «Domestic Credit provided by the Financial Sector,% of GDP» (включает кредиты, предоставленные финансовым сектором всем секторам экономики на валовой основе, а кредиты центральному правительству учитываются как чистое кредитование (заимствование)) — данные World Bank Database.

1.4. Макроэкономические условия

Для всех стран ЕАЭС также характерен невысокий уровень сбережений (табл. 1.18), не всегда превышающий норму накопления (табл. 1.19). В мировой практике у развивающихся экономик, достигших быстрых темпов роста, уровень сбережения был выше (в среднем — 32% ВВП, в том числе для азиатских экономик — 43%)¹, что расширяло возможности финансирования инвестиций.

Таблица 1.18. Валовые национальные сбережения, % ВВП, 2000—2014 гг.

	2000	2002	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Армения	2	12	21	26	30	30	26	16	15	16	12	14	13
Беларусь	24	21	27	28	30	29	31	26	27	31	32	27	29
Казахстан	19	34	26	28	31	28	32	27	27	29	26	28	27
Кыргызстан	16	16	26	24	19	15	5	21	18	14	11	11	13
Россия	37	28	30	31	30	31	30	21	26	30	27	23	23

Источники: показатель «Gross National Savings,% of GDP» — данные IMF WEO.

Таблица 1.19. Соотношение между сбережением и инвестициями, % ВВП, 2014 г.

Показатель	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
Валовые сбережения (% ВВП) за вычетом нормы накопления, %	-9	-6	1	-14	3

Источники: см. табл. 1.17, 1.18.

1.4.5. Прямые иностранные инвестиции

Динамика и чистый приток/отток прямых иностранных инвестиций

В 2014 г. входящие потоки ПИИ не превышали 5% ВВП стран ЕАЭС, накопленные ПИИ — 50—60% ВВП в Армении, Казахстане и Кыргызстане, 20—25% ВВП — в России и Беларуси² (табл. 1.20).

Таблица 1.20. Прямые иностранные инвестиции в странах ЕАЭС, 2014 г.

Показатель	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
Входящие ПИИ (потоки) / ВВП, %	4	2	5	3	1
Входящие ПИИ (накопленные) / ВВП, %	57	23	61	48	20

Источники: показатель «ПИИ (входящие потоки / накопленные инвестиции)» (Inward Foreign Direct Investment Flows/ Stocks, US dollars) — данные UNCTADstat; показатель «Gross Domestic Product, Current Prices, US dollars» — данные IMF WEO.

¹ Показатель «Gross National Savings,% of GDP» — данные IMF WEO, 2014 г.

² Для сравнения: в странах «экономического чуда» (например, в Сингапуре) доля входящих потоков ПИИ составляла 10—56% ВВП в 1980—2011 гг. (накопленных — 45—230% ВВП). См.: Миркин Я. М., Кудинова М. М., Левченко А. В., Бахтараева К. Б., Жукова Т. В. Финансовые стратегии модернизации экономики: мировая практика : монография / под ред. Я. М. Миркина. М. : Магистр. 2014. С. 197.

1. Финансовые рынки Евразии: как они устроены

Данные UNCTAD по входящим и исходящим потокам ПИИ — это данные по чистым потокам (т.е. потоки за вычетом изъятых инвестиций — *disinvestment*). Данные UNCTADstat, как правило, совпадают с данными IMF IFS.

Динамика потоков ПИИ за последние 15 лет схожа для всех стран ЕАЭС — потоки не превышают 5—12% ВВП, волатильны (без тенденции устойчивого роста), синхронны (табл. 1.21). Пиковые объемы ПИИ были достигнуты в 2008 г. (спад — в 2009 г.), локальные пики — в 2011 г. и 2013 г., резкое снижение в 2014 г. в Беларуси и Кыргызстане — на 20 и 70% вслед за Россией (снижение на 70%)¹ (табл. 1.21)².

Таблица 1.21. Входящие прямые иностранные инвестиции (потоки), млрд долл., 2000—2014 гг.

	2000	2002	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Армения	0,1	0,1	0,2	0,3	0,5	0,7	0,9	0,8	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4
Беларусь	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4	2	2	2	1	4	1	2	2
Казахстан	1	3	4	2	6	11	14	13	12	14	13	10	10
Кыргызстан	0,0	0,0	0,2	0,0	0,2	0,2	0,4	0,2	0,4	0,7	0,3	0,6	0,2
Россия	3	3	15	16	38	56	75	37	43	55	51	69	21

Источники: показатель «ПИИ (входящие потоки)» (Inward Foreign Direct Investment Flows, US dollars) — данные UNCTADstat.

Отдельные различия в скорости и характере посткризисного восстановления притоков инвестиций:

— в России, Казахстане и Армении докризисные объемы ПИИ до сих пор не достигнуты, в Армении — тенденция снижения иностранных инвестиций после 2008 г. В Беларуси и Кыргызстане предкризисные показатели ПИИ достигнуты в 2011 г. (табл. 1.21);

— после кризиса чистая позиция по ПИИ остается положительной во всех странах ЕАЭС, кроме России, где наблюдается усиление оттока капитала (чистый приток ПИИ зафиксирован только в 2012 г. на минимальном уровне, не сравнимом с докризисным)³ (табл. 1.22).

Таблица 1.22. Чистый приток/отток прямых иностранных инвестиций (потоки), млн долл., 2000—2014 гг.

	2000	2002	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Армения	0,1	0,1	0,2	0,3	0,4	0,7	0,9	0,7	0,5	0,4	0,5	0,4	0,4
Беларусь	0,1	0,5	0,2	0,3	0,4	2	2	2	1	4	1	2	2
Казахстан	1	2	5	2	7	8	13	10	4	9	12	8	6

¹ Данные World Bank Database на сентябрь 2015 г.

² По итогам 2013 г. ПИИ сократились в три раза в РФ, в два раза в Армении и Казахстане, на 15% — в Беларуси. Рост на 60% — в Кыргызстане.

³ В 2015 г. сокращение не только притоков, но и оттока ПИИ (отрицательный чистый отток ПИИ в два раза меньше, чем в 2014 г.).

1.4. Макроэкономические условия

Окончание табл. 1.22

	2000	2002	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Кыргызстан	-0,0	0,00	0,1	0,04	0,2	0,2	0,4	0,2	0,4	0,7	0,3	0,6	0,2
Россия	0	0	2	-2	8	11	19	-7	-9	-12	2	-17	-35

Примечание: чистый приток/отток ПИИ рассчитан как разница между входящими и исходящими потоками ПИИ.

Источники: показатель «ПИИ (входящие / исходящие потоки)» (Inward / Outward Foreign Direct Investment Flows, US dollars) — данные UNCTADstat.

Во всех странах ЕАЭС объемы накопленных ПИИ выросли в 2008—2014 гг. (на 60% в Армении, на 120% в Казахстане, на 155—165% в Беларуси и Кыргызстане, на 75% в России). Рост чистой позиции по накопленным ПИИ — во всех странах ЕАЭС, кроме России. В России — снижение чистой позиции по накопленным ПИИ с 2010 г. и отрицательная позиция в 2014 г.¹ (табл. 1.23). Другое отличие динамики ПИИ в России — резкое сокращение чистой инвестиционной позиции в 2008 г., тогда как в других странах ЕАЭС она не снижалась.

Таблица 1.23. Входящие прямые иностранные инвестиции (накопленные) и чистая позиция, млрд долл., 2000—2014 гг.

	2000	2002	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Входящие ПИИ (накопленные), млрд долл.													
Армения	1	1	1	1	2	3	4	4	4	5	5	5	6
Беларусь	1	2	2	2	3	4	7	9	10	13	15	17	18
Казахстан	10	15	22	26	33	45	59	72	83	107	120	125	129
Кыргызстан	0	0	1	1	1	1	1	1	2	2	3	3	4
Россия	32	71	122	180	266	491	216	379	491	455	515	566	379
Чистая позиция по ПИИ (накопленные), млрд долл.													
Армения	1	1	1	1	2	3	4	4	4	5	5	5	6
Беларусь	1	2	2	2	3	4	7	8	10	13	14	16	17
Казахстан	10	15	22	24	30	43	56	65	66	85	97	102	102
Кыргызстан	0	0	0	0	1	1	1	1	0	1	2	3	3
Россия	12	9	15	34	49	121	10	76	124	93	105	86	-53

Примечание: чистая позиция по накопленным ПИИ определена как разница между входящими и исходящими объемами накопленных ПИИ, т.е. «+» — превышение входящих инвестиций над исходящими.

Источники: показатель «ПИИ (входящие / исходящие накопленные инвестиции)» (Inward / Outward Foreign Direct Investment Stocks, US dollars) — данные UNCTADstat.

¹ По итогам 2015 г. сохранение тенденций 2014 г. во всех странах ЕАЭС, кроме России (сформировалась положительная чистая позиция).

1. Финансовые рынки Евразии: как они устроены

Прямые иностранные инвестиции, поступающие в ЕАЭС, не являются значимым источником вложений в основной капитал. Соотношение между входящими ПИИ и инвестициями в основной капитал не превышает 0,2% (для потоков инвестиций) и 3% (накопленных инвестиций) (табл. 1.24). В России и Казахстане роль ПИИ снижена из-за вывода инвестиций в офшоры (см. ниже).

Таблица 1.24. **Роль прямых иностранных инвестиций в инвестициях в основной капитал в странах ЕАЭС, 2014 г.**

Показатель	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
ПИИ (входящие потоки) / Инвестиции в основной капитал, %	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
ПИИ (входящие накопленные) / Инвестиции в основной капитал, %	2,6	0,7	2,4	1,8	1,0

Источники: показатель «ПИИ (входящие потоки и накопленные инвестиции)» (Inward Foreign Direct Investment Flows, Inward Foreign Direct Investment Stocks, US dollars) — данные UNCTADstat; показатель «Инвестиции в основной капитал, доллары США» рассчитан на основе показателя «Инвестиции всего, % от ВВП» (Total Investment, % of GDP) и данных по ВВП (показатель «Gross Domestic Product, Current Prices, US dollars») — данные IMF WEO.

Географическая структура прямых иностранных инвестиций

Прямые инвестиции в странах ЕАЭС отличаются высокой концентрацией — на пять крупнейших стран-инвесторов приходится более 70% (в России — 67%) (табл. 1.25)¹.

Таблица 1.25. **Топ-5 стран — источников входящих прямых иностранных инвестиций для стран ЕАЭС, %, 2013 г.**

Армения		Беларусь		Казахстан		Кыргызстан		Россия	
Всего на топ-5, в том числе	71	Всего на топ-5, в том числе	81	Всего на топ-5, в том числе	73	Всего на топ-5, в том числе	74	Всего на топ-5, в том числе	67
Россия	50	Россия	59	Нидерланды	46	Канада	27	Кипр	39
Франция	7	Кипр	13	США	11	Китай	24	Нидерланды	10
США	5	Австрия	4	Франция	7	Великобритания	10	Багамские острова	7
Аргентина	5	Турция	3	Китай	5	Россия	7	Бермудские острова	6
Кипр	4	Нидерланды	2	Британские Виргинские острова	4	Казахстан	6	Великобритания	5

Примечание: рассматриваются накопленные инвестиции; офшорные юрисдикции Великобритании рассматриваются как отдельные источники инвестиций.

Источники: показатель «Inward Direct Investment Position, US Dollars» — данные IMF Coordinated Direct Investment Survey.

¹ О состоянии взаимных инвестиций стран ЕАЭС см. также пп. 1.4.2.

1.4. Макроэкономические условия

Во всех странах ЕАЭС (кроме Кыргызстана) в число пяти крупнейших инвесторов входят офшорные (или подобные им) юрисдикции — Кипр и (или) Нидерланды. Доля офшорных ПИИ в общем объеме инвестиций достаточно стабильна и варьируется по странам ЕАЭС: на уровне 50% — для Казахстана, менее 20% — для Беларуси, ниже 15% — в Армении, 5% — в Кыргызстане. Только в России офшорные юрисдикции являются доминирующим источником ПИИ — более 70% всех ПИИ (табл. 1.26).

Таблица 1.26. Доля офшорных юрисдикций во входящих прямых иностранных инвестициях стран ЕАЭС, %, 2009—2013 гг.

	2009	2010	2011	2012	2013
Армения	10	10	13	11	11
Беларусь	13	18	15	15	17
Казахстан	46	44	54	53	52
Кыргызстан	2	6	3	4	5
Россия	73	77	78	77	72

Примечание: в качестве офшорных юрисдикций также учтены Ирландия, Кипр, Лихтенштейн, Люксембург, Нидерланды.

Источники: показатель «Inward Direct Investment Position, US Dollars» — данные IMF Coordinated Direct Investment Survey.

1.4.6. Портфельные иностранные инвестиции

Динамика портфельных иностранных инвестиций

Портфельные иностранные инвестиции хорошо отражают уровень развития и природу финансовых рынков ЕАЭС:

— более высокие объемы (1—2% ВВП) и доля портфельных инвестиций по отношению к прямым инвестициям (71 и 100%) в России и Казахстане (наиболее крупные фондовые рынки ЕАЭС);

— незначительные объемы (менее 0,5% ВВП), низкое соотношение между портфельными и прямыми инвестициями (10—12%) — в Армении, Беларуси и Кыргызстане, имеющих менее развитые рынки ценных бумаг (табл. 1.27);

— сверхвысокая волатильность портфельных инвестиций (табл. 1.28).

Таблица 1.27. Портфельные инвестиции в странах ЕАЭС, 2014 г.

Показатель	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
Входящие портфельные инвестиции (потоки) / ВВП, %	-0,4	0,005	2,6	0,1	-1,2
Портфельные инвестиции / ПИИ (входящие накопленные), %	12	11	20	0,3	41
Входящие портфельные инвестиции (накопленные) / ВВП, %	7	2,5	12	0,1	8

Источники: показатели «Входящие потоки портфельных инвестиций» (Supplementary Items, Portfolio Investment, Net Incurrence of Liabilities (excluding Exceptional Financing), US Dollars), «Входящие накопленные инвестиции (IIP Portfolio Investment Liabilities)» — данные IMF IFS.

1. Финансовые рынки Евразии: как они устроены

Таблица 1.28. **Входящие портфельные инвестиции (потоки), млн долл., 2005—2014 гг.**

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Армения	-0,1	10	-9	9	7	19	-8	2	695	-40
Беларусь	-39	-25	2	1	2	1245	865	-219	-41	4
Казахстан	1204	4675	-482	-2100	1224	15 672	722	-2320	2469	5435
Кыргызстан	н/д	н/д	2	6	1	-18	6	0,1	-1	6
Россия	-776	10 210	15 393	-27 916	8716	1948	-5440	19 312	748	-23 159

Источники: см. выше (табл. 1.27).

Дополнительный фактор волатильности — влияние крупных размещений на небольших рынках, кардинально меняющих динамику от года к году. Например, резкий рост портфельных инвестиций в Беларуси в 2010 г. — размещение суверенных еврооблигаций на 1 млрд долл. и государственных облигаций на сумму около 300 млн долл. на российском рынке¹, рост в Армении в 2013 г. — размещение первых выпусков суверенных еврооблигаций на 700 млн долл. (табл. 1.28).

Общая тенденция для России и Казахстана — снижение чистой позиции по портфельным инвестициям за счет двукратного роста внешних портфельных вложений (за границу) в 2008—2014 гг. (табл. 1.29). В Казахстане чистая позиция по портфельным инвестициям отрицательна с 2001 г., исходящие зарубежные инвестиции существенно превышают вложения иностранных инвесторов в Казахстан (в 2014 г. — в 3 раза).

В Кыргызстане, несмотря на значительный объем исходящих портфельных инвестиций (в 3 раза выше входящих), после 2009 г. наблюдается улучшение чистой позиции (табл. 1.29).

Таблица 1.29. **Портфельные инвестиции (входящие накопленные инвестиции и чистая позиция), млрд долл. США, 2000—2014 гг.**

	2000	2002	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Входящие портфельные инвестиции (накопленные), млрд долл.													
Армения	0,01	0,01	0,01	0,00	0,01	0,01	0,02	0,02	0,04	0,03	0,03	0,7	0,7
Беларусь	0,1	0,02	0,1	0,1	0,03	0,04	0,1	0,05	1,3	2,1	1,9	1,9	1,9
Казахстан	0,7	0,3	1	3	11	14	7	9	24	21	21	22	26
Кыргызстан	0,01	0,00	0,01	0,01	0,01	0,01	0,02	0,02	0,00	0,01	0,01	0,01	0,01
Россия	32	67	131	166	266	368	113	217	278	228	271	274	156

¹ Заключение по заявке Республики Беларусь на получение финансового кредита из средств Антикризисного фонда ЕврАзЭС. Документ Антикризисного фонда ЕврАзЭС № 00002. С. 22.

	2000	2002	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Чистая позиция по портфельным инвестициям (накопленные), млрд долл.													
Армения	-0,01	0,00	0,00	-0,00	0,01	0,01	0,02	0,01	0,03	0,01	0,02	0,7	0,7
Беларусь	0,0	0,0	0,1	0,03	0,01	-0,03	-0,01	0,00	1,2	2,0	1,9	1,8	1,8
Казахстан	1	-2	-5	-8	-9	-11	-25	-20	-10	-26	-42	-51	-51
Кыргызстан	0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,04	-0,05	-0,1	-0,04	-0,03	-0,03	-0,02	-0,02
Россия	31	64	123	149	254	348	88	179	241	186	222	220	100

Примечание: чистая позиция по портфельным инвестициям определена как разница между входящими и исходящими портфельными инвестициями, т.е. «+» – превышение входящих инвестиций над исходящими.

Источники: «Входящие / исходящие накопленные портфельные инвестиции» (Assets / Liabilities, Portfolio Investment, US Dollars) — данные IMF IFS.

Географическая структура портфельных инвестиций

Портфельные инвестиции в ЕАЭС, как и прямые инвестиции, имеют высокую концентрацию — на 10 крупнейших стран-источников приходится около 90% всех инвестиций, на пять крупнейших источников — 80% инвестиций (табл. 1.30). Для России, Казахстана, Армении и Беларуси совпадают и крупнейшие инвесторы — США, Люксембург, Германия, Нидерланды, а также для некоторых стран Великобритания и Дания. Россия присутствует в портфельных инвестициях в Казахстан и Беларусь (1,7 и 0,26% всех инвестиций¹), портфельные инвестиции в Россию из Казахстана — 0,06%².

Таблица 1.30. **Топ-10 стран — источников входящих портфельных инвестиций для стран ЕАЭС, %, декабрь 2013 г.**

Армения		Беларусь		Казахстан		Кыргызстан		Россия	
Всего на топ-10, в том числе	97	Всего на топ-10, в том числе	94	Всего на топ-10, в том числе	80	Всего на топ-10, в том числе	100	Всего на топ-10, в том числе	78
Люксембург	38	США	31	США	33	Люксембург	63	США	34
США	26	Люксембург	30	Люксембург	22	Казахстан	36	Великобритания	18
Германия	10	Германия	8	Германия	11	Израиль	1	Люксембург	14
Дания	7	Италия	7	Великобритания	7	Гернси	0,3	Нидерланды	7

¹ Соответственно 197 и 3 млн долл. США (в других странах инвестиции из России не указаны) — данные IMF CPIS, 2013 г.

² 136 млн долл. — данные IMF CPIS, 2013 г.

1. Финансовые рынки Евразии: как они устроены

Окончание табл. 1.30

Армения		Беларусь		Казахстан		Кыргызстан		Россия	
Нидерланды	6	Нидерланды	4	Дания	7			Франция	6
Корея	4	Великобритания	4	Нидерланды	5			Германия	3
Франция	2	Гернси	3	Италия	2			Ирландия	2
Великобритания	2	Швейцария	3	Австрия	2			Швейцария	2
Ирландия	1	Франция	2	Россия	2			Швеция	2
Швейцария	1	Япония	2	Гернси	2			Канада	2

Примечание: Рассматриваются накопленные инвестиции, идентифицированные по источникам (т.е. не все 100%, входящих портфельных инвестиций); инвестиции офшорных юрисдикций указываются как отдельные страны-источники.

Источники: Показатель «Geographic Breakdown of Total Portfolio Investment Assets: Total Portfolio Investment» (даны в разбивке «инвестиции из/в страну») — данные IMF Coordinated Portfolio Investment Survey.

1.4.7. Международные резервы и активы центральных банков

Динамика накопления международных резервов стран ЕАЭС тесно взаимосвязана: для всех стран характерно накопление резервов с середины 1990-х гг., синхронное снижение к концу 2008 г. (вызвано необходимостью урегулирования финансового кризиса второй половины 2008 г.), с последующим восстановлением в 2009 г. и падением к концу 2014 г. (табл. 1.31). Беларусь традиционно отличается низким уровнем соотношения резервов и ВВП и с 2011 г. демонстрировала синхронное с другими странами падение этого показателя до уровня менее 5%.

Таблица 1.31. Международные резервы к ВВП, по оценке IFS IMF, %, 1995—2014 гг.

Страна	1995	1998	2001	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Армения	8	15	15	18	15	14	17	18	12	23	20	19	18	22	15
Беларусь	11	н/д	н/д	3	3	4	3	9	5	10	6	10	9	7	5
Казахстан	7	7	9	14	20	11	22	15	14	18	17	14	11	8	10
Кыргызстан	6	10	18	19	24	23	27	29	23	32	34	28	29	29	25
Россия	5	3	11	17	21	23	30	36	25	34	29	24	24	23	18

Источники: Показатель «Official Reserve Assets» — IMF IFS, показатель «GDP, Current Prices» — IMF WEO April 2015.

1.4. Макроэкономические условия

Активы центрального банка

В отношении совокупных активов центральных банков к ВВП синхронизации не наблюдается (табл. 1.32). Причин роста (изменения) объема активов центральных банков несколько: результат интервенций центральных банков на валютных рынках, влияние девальвации национальной валюты по отношению к резервным валютам, в которых размещена большая часть активов центральных банков (доллар США, евро), рост кредитования национальной банковской системы (рефинансирование центральным банком коммерческих банков).

Таблица 1.32. Активы центрального банка к ВВП, %

Страна	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Армения	26	24	20	19	18	20	19	33	27	30	29	31	28
Беларусь	13	12	14	14	18	20	17	28	38	50	26	20	20
Казахстан	н/д	29	33	27	41	38	17	26	24	19	18	15	19
Кыргызстан	н/д	27	30	30	32	33	28	38	39	32	33	32	31
Россия	23	24	25	28	32	38	41	41	34	33	33	34	46

Источники: активы ЦБ для Армении, Беларуси, РФ и Казахстана (показатель «Central Bank Total Gross Assets, National Currency») — данные IMF IFS; активы ЦБ для Кыргызстана — данные Бюллетеней Национального банка Кыргызской Республики; показатель «GDP, Current Prices» — данные IMF WEO April 2015 (для 2013—2014 гг. — данные актуальной официальной статистики статистических органов стран ЕАЭС).

Для ЕАЭС характерно доминирование Центрального банка РФ — его активы составляют порядка 90% совокупных активов центральных банков Союза (табл. 1.33).

Таблица 1.33. Структура совокупных активов центральных банков ЕАЭС, %

Страна	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Армения	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	0,5	0,4	0,5	0,4	0,5	0,5
Беларусь	1,7	1,8	1,9	1,8	1,6	1,6	2,3	3,5	2,8	2,2	1,8	2,0
Казахстан	7,4	8,5	6,7	9,2	7,1	3,7	5,0	5,7	5,4	4,8	4,6	6,1
Кыргызстан	0,4	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Россия	89,9	88,9	90,6	88,4	90,6	94,2	91,9	90,0	91,1	92,4	92,8	91,1

Источники: см. табл. 1.32.

Для сопоставимости активы переведены в доллары по курсу IMF IFS.

1. Финансовые рынки Евразии: как они устроены

1.4.8. Инфляция и процент в экономике

Показатели инфляции в странах ЕАЭС характеризуются неоднородностью. Периоды резких изменений темпов инфляции в 2000-х гг. не совпадают и связаны с индивидуальными особенностями экономик (во всех странах — высокие темпы в 1990-е гг.). Особенно выделяется Беларусь с высокими темпами обесценения национальной валюты в 2011 г. (табл. 1.34).

Таблица 1.34. **Инфляция в странах ЕАЭС, 1993—2014 гг., % (годовые значения)**

Страна	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
1993	10 896,2	1996,6	2165,0	929,9	839,9
1994	1884,5	1959,7	854,6	62,1	215,1
1995	31,9	244,0	60,4	32,1	131,3
1996	5,8	39,3	28,6	34,8	21,8
1997	21,9	63,1	11,3	13,0	11,0
1998	-1,3	181,7	1,9	16,8	84,4
1999	2,0	251,2	18,1	39,9	36,5
2000	0,4	107,5	9,8	9,6	20,2
2001	2,9	46,1	6,4	3,7	18,6
2002	2,0	34,8	6,6	2,3	15,1
2003	8,6	25,4	6,8	5,6	12,0
2004	2,0	14,4	6,7	2,8	11,7
2005	-0,2	7,9	7,6	4,9	10,9
2006	5,4	6,6	8,4	5,1	9,0
2007	6,7	12,1	18,8	20,1	11,9
2008	5,3	13,3	9,5	20,1	13,3
2009	6,7	10,1	6,2	0,0	8,8
2010	8,5	9,9	7,8	18,9	8,8
2011	4,7	108,7	7,4	5,7	6,1
2012	3,2	21,8	6,0	7,5	6,6
2013	5,6	16,5	4,8	4,0	6,5
2014	4,6	16,2	7,4	10,5	11,4

Источник: показатель «Inflation, End of Period Consumer Prices (Index)» — данные IMF IFS.

Анализ месячных данных по инфляции свидетельствует о двух взаимосвязях: сходные всплески инфляции в 2008 г. (Казахстан, Россия, Армения); корреляция индексов потребительских цен России и Казахстана (2006—2014 гг., но разо-

1.4. Макроэкономические условия

шедшиеся в 2015 г.). В остальном индексы потребительских цен стран ЕАЭС не коррелированы.

Ставки по кредитам и депозитам

Для всех стран ЕАЭС характерно снижение кредитных ставок (кредиты нефинансовым организациям) в первой половине 2000-х гг. Во второй половине 2000-х гг. ставки России, Казахстана и Армении колебались в более узком коридоре, чем в Кыргызстане и Беларуси. Для последних характерны более глубокие изменения процента, вызванные политическими переменами в Кыргызстане и экономическим кризисом в Беларуси (табл. 1.35).

Таблица 1.35. **Кредитная ставка (для небанковских юридических лиц), % (годовые значения)**

Год	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
1997	54,2	31,8	30,0	49,4	32,0
1998	48,5	27,0	21,0	73,4	41,8
1999	38,8	51,0	23,2	60,9	39,7
2000	31,6	67,7	19,7	51,9	24,4
2001	26,7	47,0	17,7	37,3	17,9
2002	21,1	36,9	15,6	24,8	15,7
2003	20,8	24,0	15,5	19,1	13,0
2004	18,6	16,9	14,5	29,3	11,4
2005	18,0	11,4	13,6	26,6	10,7
2006	16,5	8,8	12,9	23,2	10,4
2007	17,5	8,6	13,2	25,3	10,0
2008	17,0	8,6	16,3	19,9	12,2
2009	18,8	11,7	15,8	23,0	15,3
2010	19,2	9,2	14,0	31,5	10,8
2011	17,8	13,6	12,0	40,2	8,5
2012	17,2	19,5	11,0	12,8	9,1
2013	16,0	19,1	10,4	16,3	9,5
2014	16,4	18,7	11,0	15,5	11,1

Примечание: для РФ соответствует средневзвешенной ставке по депозитам физических лиц в кредитных организациях (включая Сбербанк России) сроком до одного года, публикуемой на сайте ЦБ РФ.

Источники: показатель «Interest Rates, Lending Rate, Percent per Annum» — данные IMF IFS (кроме Казахстана); для Казахстана (ставки по краткосрочным кредитам (до одного года), выданным банками небанковским юридическим лицам) — данные Национального банка Республики Казахстан (Статистические бюллетени НБК за 2002—2015 гг.).

1. Финансовые рынки Евразии: как они устроены

В обычных условиях депозитная и кредитная ставки движутся синхронно. Динамика депозитных ставок (для физических лиц) схожа с динамикой кредитных ставок (табл. 1.36).

Таблица 1.36. **Депозитная ставка, % (годовые значения)**

Год	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
1997	26,1	15,6	32,3	39,6	16,8
1998	24,9	14,3	20,8	35,8	17,1
1999	27,3	23,8	25,2	35,6	13,7
2000	18,1	37,6	20,0	18,4	6,5
2001	14,9	34,2	18,2	12,5	4,9
2002	9,6	26,9	15,6	5,9	5,0
2003	6,9	17,4	15,4	5,0	4,5
2004	4,9	12,7	14,7	6,7	3,8
2005	5,8	9,2	13,7	5,8	4,0
2006	5,8	7,7	13,0	5,6	4,1
2007	6,3	8,3	12,8	5,4	5,1
2008	6,6	8,5	16,4	4,0	5,8
2009	8,7	10,7	16,4	3,9	8,6
2010	9,0	9,1	14,1	4,1	6,0
2011	9,2	13,3	12,3	6,4	4,4
2012	9,6	22,3	10,9	5,3	5,5
2013	10,2	20,3	10,2	4,9	5,6
2014	10,4	18,6	10,4	9,8	6,0

Примечание: Для РФ соответствует средневзвешенной ставке по депозитам физических лиц в кредитных организациях (включая Сбербанк России) сроком до одного года. Для Казахстана рассчитано как среднеарифметическое ставок по трем видам срочности депозитов (до одного месяца, от одного до трех месяцев, свыше трех месяцев).

Источники: показатель «Lending Rates, Lending Rate, Percent per Annum» — данные IMF IFS (за исключением Казахстана); для Казахстана (показатель «Ставки вознаграждения банков по привлеченным депозитам (по срокам и видам валют)» — данные Национального банка Республики Казахстан (раздел сайта «Статистика»).

Сравнение спреда процентных ставок позволяет предположить о менее рыночных, дотируемых ставках и низкой доходности банковского кредитования в Беларуси¹ и Казахстане² (минимальный спред, тогда как абсолютный размер

¹ Максимальный уровень государственной поддержки аграрного сектора среди стран Таможенного союза.

² В частности, в Казахстане в рамках государственной программы «Дорожная карта бизнеса — 2020» дотируются (субсидируются) процентные ставки для целого ряда направлений в размере 5–10%.

1.4. Макроэкономические условия

ставок выше российских). Максимальный уровень спреда в Кыргызстане — свидетельство высоких рисков в сравнении с РФ и Арменией. Но в целом для 2000-х гг. характерно снижение спредов стран ЕАЭС (табл. 1.37).

Таблица 1.37. Спред процентных ставок¹, % (годовые значения)

Год	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
1997	28,2	16,2	-2,3	9,8	15,3
1998	23,5	12,7	0,2	37,7	24,7
1999	11,5	27,2	-2,0	25,3	26,0
2000	13,5	30,1	-0,3	33,5	17,9
2001	11,8	12,8	-0,5	24,8	13,1
2002	11,5	10,0	0,0	18,9	10,8
2003	14,0	6,5	0,1	14,2	8,5
2004	13,7	4,2	-0,2	22,6	7,7
2005	12,2	2,1	-0,1	20,8	6,7
2006	10,7	1,2	-0,1	17,6	6,4
2007	11,3	0,3	0,4	19,9	4,9
2008	10,4	0,0	-0,1	15,9	6,5
2009	10,1	1,0	-0,6	19,2	6,7
2010	10,3	0,1	-0,1	27,4	4,8
2011	8,5	0,3	-0,3	33,8	4,0
2012	7,7	-2,8	0,1	7,5	3,6
2013	5,8	-1,1	0,2	11,4	3,9
2014	6,0	0,2	0,6	5,7	5,1

Источники: см. источники к таблицам выше (табл. 1.35, 1.36).

¹ Разница между ставкой по кредитам нефинансовым организациям и депозитам физических лиц.

1.4.9. Уровень налоговой нагрузки на экономику, уровень государственного потребления

Максимальная налоговая нагрузка характерна для Беларуси, минимальная — для Армении и Казахстана (табл. 1.38).

Как правило, большая налоговая нагрузка сопровождается большими расходами государства и наоборот (табл. 1.39).

Представление о производительности государственных расходов дает показатель государственного потребления (табл. 1.40). Самое «дешевое» государство — в Казахстане (10—13,8% к ВВП, 2007—2014 гг.). Далее следует Армения — 10—13,8%. Среднее положение занимает Беларусь — 13,9—21,6%. Заметно более

1. Финансовые рынки Евразии: как они устроены

высокий уровень государственного потребления в Кыргызстане — 16,8—20,1% и в России — 14,6—22,6% (табл. 1.40).

Таблица 1.38. Доходы бюджета по странам ЕАЭС, % ВВП, 2007—2014 гг.

Позиция	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Армения	20,1	20,5	20,9	21,2	22,1	22,3	23,7	23,6
Беларусь	49,5	50,7	45,8	41,6	38,8	40,5	42,0	41,8
Казахстан	28,8	28,3	22,1	23,9	27,7	26,9	25,3	25,6
Кыргызстан	30,3	29,9	32,3	30,5	31,8	33,8	33,9	30,5
Россия	39,9	39,2	35,0	34,6	37,3	37,7	36,6	36,6

Источник: показатель «Доходы общего правительства, национальная валюта» (General Government Revenue, National Currency) — данные IMF WEO.

Таблица 1.39. Расходы бюджета по странам ЕАЭС, % ВВП, 2007—2014 гг.

Позиция	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Армения	22,4	22,2	28,6	26,2	25,0	23,9	25,4	25,3
Беларусь	47,9	48,8	46,2	42,1	34,5	38,9	42,9	45,2
Казахстан	23,7	27,1	23,5	22,5	21,8	22,4	20,2	21,8
Кыргызстан	31,0	28,9	33,4	36,4	36,4	39,5	37,7	34,9
Россия	33,1	34,3	41,4	38,0	35,7	37,2	37,9	37,6

Источник: показатель «Совокупные расходы общего правительства, национальная валюта» (General Government Total Expenditure, National Currency) — данные IMF WEO.

Общие расходы включают: общие расходы и чистое приобретение нефинансовых активов.

Таблица 1.40. Государственное потребление по странам ЕАЭС, % ВВП, 2007—2014 гг.

Позиция	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Армения	10,2	10,2	13,3	13,1	12,9	12,7	14,1	14,9
Беларусь	18,5	16,5	16,7	16,8	13,9	14,1	14,0	14,1
Казахстан	11,2	10,0	12,1	11,3	11,1	12,1	10,6	11,3
Кыргызстан	17,1	17,5	18,4	18,1	18,2	20,1	18,4	17,2
Россия	17,5	17,6	20,4	18,6	17,9	18,6	19,4	19,4

Источник: показатель «Государственное потребление, национальная валюта» (Government Consumption Expenditure, Nominal, National Currency). Расчеты на основе базы данных IFS IMF 1994—2014 гг.

1.5. Карты финансовых рынков стран ЕАЭС

На рисунках ниже (рис. 1.2—1.6) — институциональные структуры финансовых рынков стран ЕАЭС.

Общие черты моделей финансовых рынков ЕАЭС:

— банковская модель (bank-based) финансовой системы, для которой характерны доминирование банков в финансовых активах (см. п. 1.1), ограниченная роль небанковских финансовых институтов, преобладание долгового финансирования в сравнении с акционерным (см. п. 1.7);

— модель мегарегулирования — в большинстве стран (в Армении, Казахстане и России эта функция закреплена за центральными банками, в Беларуси это закрепление планируется) (см. пп. 1.7.5);

— модель «универсальных» банков, т.е. возможность совмещения банковской деятельности и деятельности на РЦБ;

— множественность видов прочих небанковских финансовых посредников (микрофинансовые организации, кредитные кооперативы и др.) (см. пп. 1.8.3);

— сопоставимость основных видов деятельности (участников) на РЦБ, в страховом и банковском секторах; наличие инфраструктурных институтов (биржи, центральные депозитарии, депозитарии); в большинстве стран — наличие институтов коллективных инвестиций (инвестиционные фонды и негосударственные пенсионные фонды) (см. пп. 1.7.4);

— наличие системы страхования вкладов и отсутствие системы компенсации убытков инвесторов на РЦБ (см. п. 1.6, пп. 1.8.3).

Неоднородность моделей финансовых рынков ЕАЭС проявляется в различиях в подходах к определению и регулированию отдельных видов деятельности: банков и кредитных организаций, прочих небанковских финансовых посредников (см. пп. 1.8.3); видов деятельности и институтов на РЦБ (см. пп. 1.7.4, 1.7.5).

1.6. Защита прав потребителей финансовых услуг и инвесторов

Страны ЕАЭС характеризуются неравномерным уровнем защиты интересов потребителей финансовых услуг и инвесторов. Институты финансового омбудсмена (уполномоченные по защите прав инвесторов, потребителей финансовых услуг) созданы только в трех странах (Армения, Казахстан, РФ), их действие может распространяться не на все сегменты финансового рынка (Казахстан, практика разбирательств в РФ в основном в банковской сфере), решения носят лишь рекомендательный характер (РФ) (табл. 1.41).

Гарантийные (компенсационные) фонды созданы во всех странах ЕАЭС для выплат страхового возмещения в случае финансовой несостоятельности банков, но размеры страхового возмещения значительно отличаются по странам¹. В РФ формируется система гарантирования пенсионных накоплений². На страховом рынке гарантийные (компенсационные) фонды представлены только в ограни-

¹ Подробнее о системах страхования вкладов в странах ЕАЭС см. пп. 1.8.3.

² Создана нормативная правовая база, большинство НПФ вступили в систему гарантирования в 2015 г.

1. Финансовые рынки Евразии: как они устроены

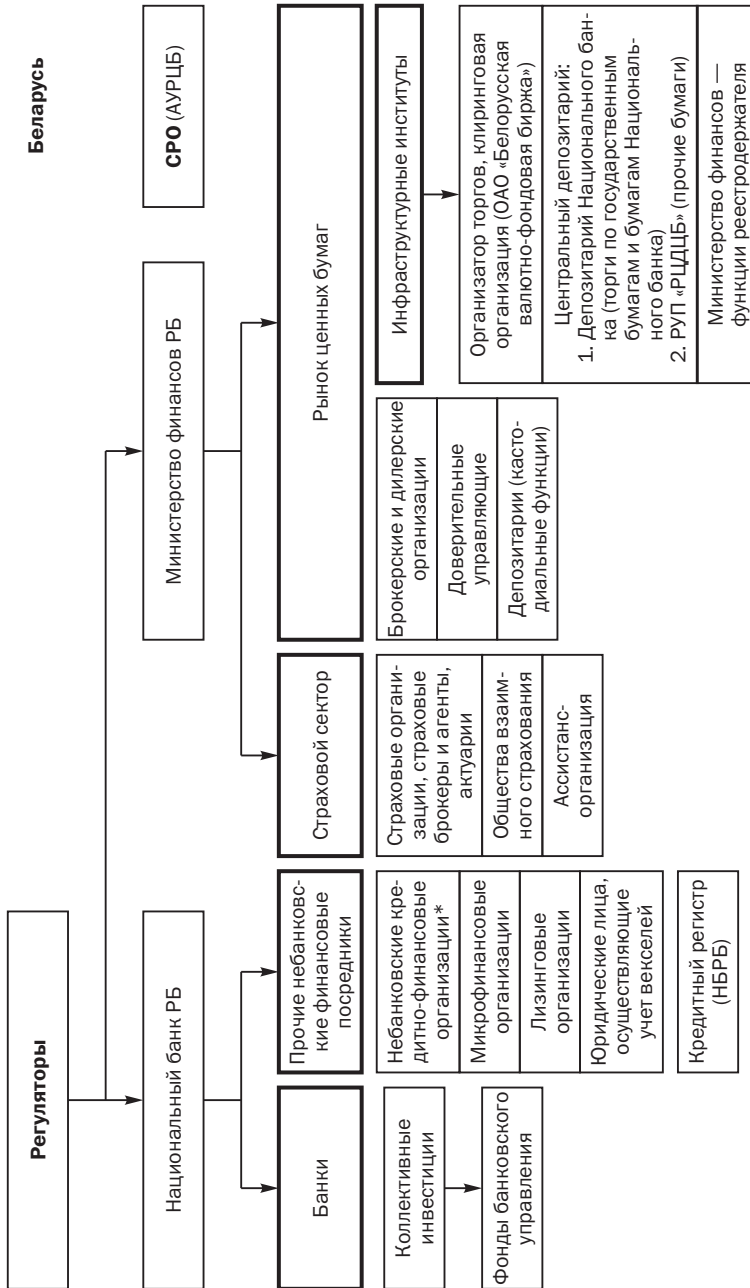


Рис. 1.2. Карта финансового рынка Армении

ченном перечне секторов: ОСАГО (во всех странах, Кыргызстан — в стадии создания), страхования гражданской ответственности владельца транспортных средств, перевозчика перед пассажирами, туроператора и турагента (Казахстан), в РФ рассматривалась возможность создания гарантийного фонда в сфере страхования жизни (табл. 1.42).

Ни в одной из стран не созданы гарантийные (компенсационные) фонды, покрывающие убытки инвесторов в случае неправомерных действий или банкротства участников рынка ценных бумаг.

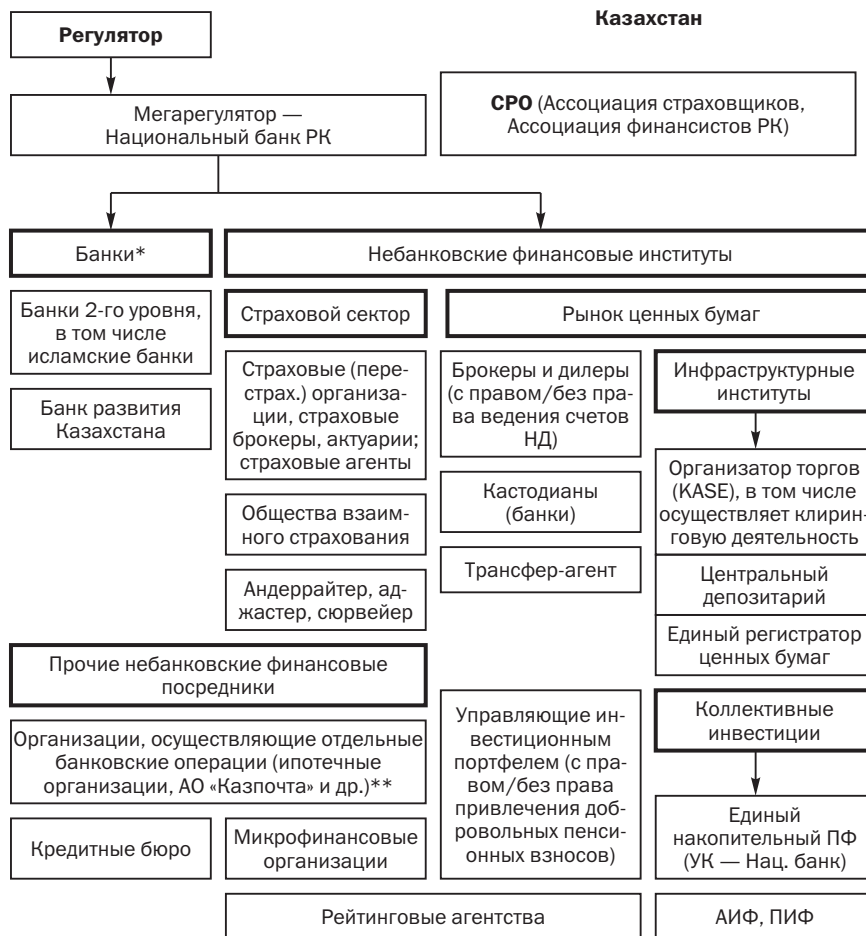
1.6. Защита прав потребителей финансовых услуг и инвесторов



** Осуществляют отдельные банковские операции.

Рис. 1.3. Карта финансового рынка Беларуси

1. Финансовые рынки Евразии: как они устроены

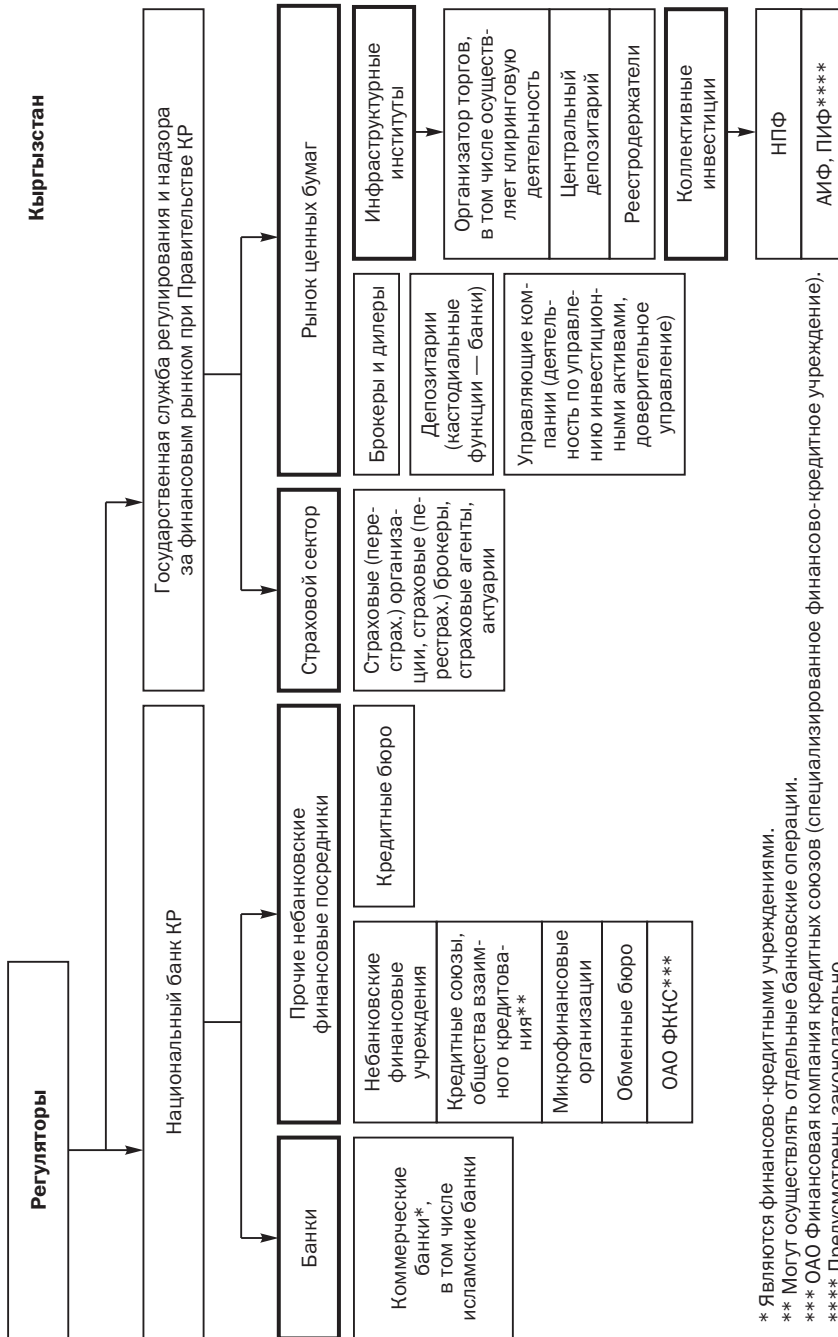


* Банки 2-го уровня — «обычные» коммерческие банки. По Закону от 31 августа 1995 г. № 2443 «О банках и банковской деятельности в Республике Казахстан» «1. Республика Казахстан имеет двухуровневую банковскую систему. 2. Национальный банк Республики Казахстан является центральным банком государства и представляет собой верхний (первый) уровень банковской системы. 3. Все иные банки представляют собой нижний (второй) уровень банковской системы, за исключением Банка развития Казахстана, имеющего особый правовой статус...».

** В том числе к ним относится ЦД и KASE

Рис. 1.4. Карта финансового рынка Казахстана

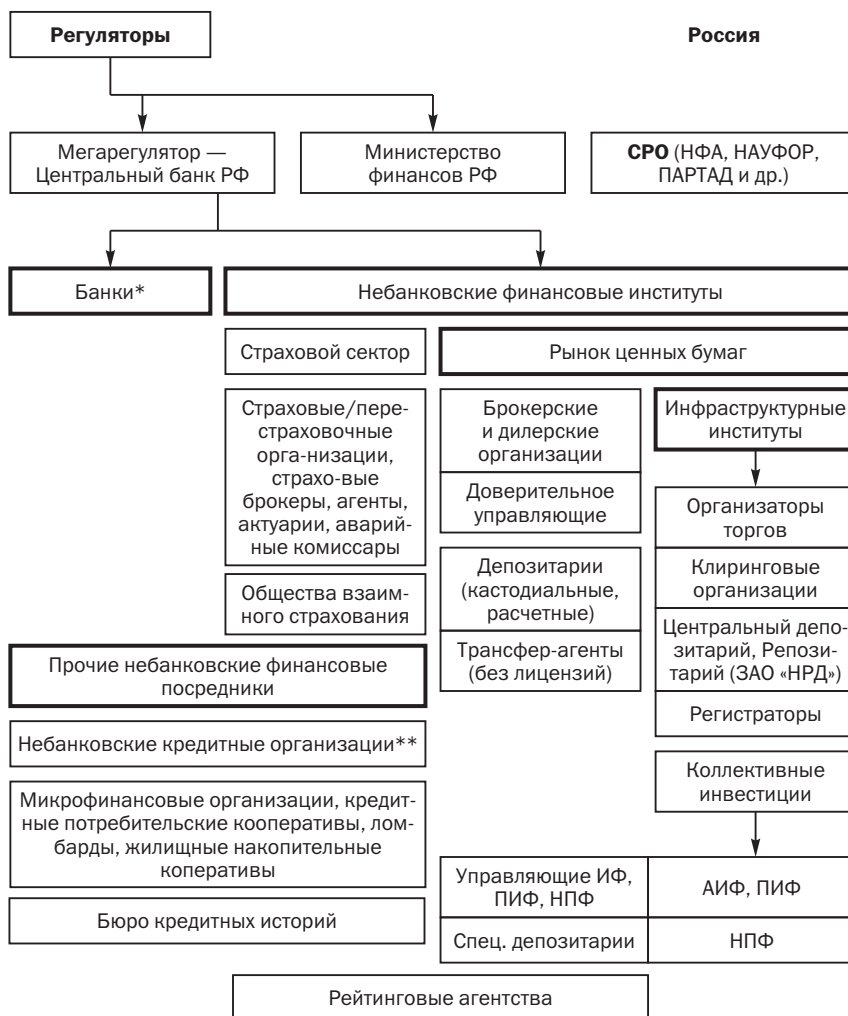
1.6. Защита прав потребителей финансовых услуг и инвесторов



* Являются финансово-кредитными учреждениями.
 ** Могут осуществлять отдельные банковские операции.
 *** ОАО Финансовая компания кредитных союзов (специализированное финансово-кредитное учреждение).
 **** Предусмотрены законодательно.

Рис. 1.5. Карта финансового рынка Кыргызстана

1. Финансовые рынки Евразии: как они устроены



* Являются кредитными организациями.

** Осуществляют отдельные банковские операции.

Рис. 1.6. Карта финансового рынка России

1.6. Защита прав потребителей финансовых услуг и инвесторов

Таблица 1.41. Финансовый омбудсмен в странах ЕАЭС

Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
<p>Единая служба финансового омбудсмена — Примиритель финансовой системы (начало работы — январь 2009 г.) (кредитные, страховые, инвестиционные, другие некредитные финансовые организации). Решения обязательны к исполнению¹</p>	<p>Планы создания института финансового омбудсмена, сроки принятия решения не указываются²</p>	<p>Банковский омбудсмен с 2011 г. (только в отношении ипотечных заемщиков) для банков, организаций, осуществляющих отдельные виды банковских операций. Страховой омбудсмен с июля 2008 г. Изначально только внесудебно урегулирование споров между страховыми компаниями в обязательном страховании транспортных средств. Позднее сфера деятельности включила обращения застрахованных; была распространена на страхование недвижимости, лиц, выезжающих за рубеж; добровольное автотранспортное страхование. Решения банковского и страхового омбудсменов обязательны к исполнению³. Инвестиционный омбудсмен с 2015 г. Ориентирован на крупных прямых инвесторов, их взаимодействие с государственными органами (налогообложение, товарные знаки и т.п.)⁴. Деятельность аналогична функциям российского уполномоченного по защите прав предпринимателей (в российской прессе эту должность изначально неофициально называли инвестиционным омбудсменом). Она не направлена на защиту прав инвесторов на РЦБ (права миноритарных инвесторов, взаимодействие с брокерами и дилерами, корпоративное управление), решения омбудсмена рекомендательны⁵</p>	<p>Планировалось создание института финансового омбудсмена до конца 2015 г. — на значение на эту должность предложена Торгово-промышленная палата⁶</p>	<p>Финансовый омбудсмен (общественный примиритель на финансовом рынке) с октября 2010 г., действует на добровольных началах в рамках некоммерческого объединения банков — Ассоциации российских банков, деятельность не регулируется законодательно. Компетенция — все виды финансовых организаций, но большинство споров в банковской сфере (кредитные организации, коллекторские агентства, бюро кредитных историй), в отношении страховых и микрофинансовых организаций⁷. Решения рекомендательны. В целях повышения статуса решений планируется принять закон (принят в первом чтении Государственной Думой в июле 2014 г.)</p>

¹ Закон Республики Армения от 17 июня 2008 г. «О примирителе финансовой системы» Гл. 2.

² Нацбанк представит предложения по созданию в Беларуси института финансового омбудсмена. Национальный правовой портал Республики Беларусь pravo.by. 24.06.2015.

³ Пункт 3 ст. 40-3 Закона Республики Казахстан от 31 августа 1995 г. № 2444 «О банках и банковской деятельности в Республике Казахстан» (с изм. и доп. по состоянию на 31 октября 2015 г.), ст. 30-3 Закона Республики Казахстан от 1 июля 2003 г. № 446-III «Об обязательном страховании гражданско-правовой ответственности владельцев транспортных средств» (с изм. и доп. по состоянию на 27 апреля 2015 г.).

⁴ Статья 12.1 Закона Республики Казахстан от 8 января 2003 г. № 373-III «Об инвестициях» (с изм. и доп. по состоянию на 31 октября 2015 г.); *Конырова К. Будет ли рай для инвесторов? // Бизнес-партнер. Астана. 2015. 12 июня (Интервью с А. Исекшевым, инвестиционным омбудсменом Казахстана и министром по инвестициям и развитию).*

⁵ Статья 12-1 Закона Республики Казахстан от 8 января 2003 г. № 373-III «Об инвестициях» (с изм. и доп. по состоянию на 31 октября 2015 г.).

⁶ До конца года в Кыргызстане появится финансовый омбудсмен // *КирТАГ*. 2015. 20 июня.

⁷ Информационный бюллетень финансового омбудсмена. Ассоциация российских банков. 2016. № 61.

1. Финансовые рынки Евразии: как они устроены

Таблица 1.42. **Гарантийные фонды на страховых рынках в странах ЕАЭС**

	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
Фонды в ОСАГО	Гарантийный фонд СРО (Бюро автостраховщиков)	Гарантийные фонды СРО ОСАГО (Белорусское бюро по транспортному страхованию): — фонд страховых гарантий по ОСГО владельцев транспортных средств; — фонд защиты потерпевших в результате ДТП	Фонд гарантирования страховых выплат (учредитель — ЦБ, собственники — страховые организации). Размер взносов в фонд возрастает при нарушениях пруденциальных нормативов страховыми организациями	Фонд гарантийных выплат по ОСАГО ¹	Гарантийные фонды СРО — Российского союза автостраховщиков
Другие гарантийные фонды	Нет	Нет	Действие фонда распространяется на страхование перевозчика перед пассажирами и туроператора и турагента	Нет	Нет ²

¹ Предусмотрено создание в соответствии с Законом КР от 24 июля 2015 г. № 192 «Об обязательном страховании гражданско-правовой ответственности владельцев автотранспортных средств», вступил в силу в январе 2016 г.

² Предполагалось также создание гарантийного фонда страхования жизни, но в августе 2015 г. решение по данному вопросу было отложено на неопределенный срок (Поручение И. Шувалова Министерству финансов и Центральному банку о рассмотрении вопроса об актуальности создания этого фонда в мае 2015 г.; Юмбаев Д. Жизнь не гарантируем // Банки.ру. 2015. 5 авг.).

1.7. Рынки ценных бумаг стран ЕАЭС

Рынки ценных бумаг в ЕАЭС различны по масштабам, уровню развития, диверсификации инструментов, численности и размерам участников. Рынки России и Казахстана развивающиеся, причем российский рынок — среднего уровня зрелости. Тогда как рынки других стран находятся в начале своего формирования. Это рынки на фронтире, с низкой ликвидностью, крайне ограниченным набором ценных бумаг для инвесторов, концентрированной собственностью, лимитирующей доступ сторонних лиц к акционерным капиталам, с ограничениями на инвестиции нерезидентов.

Вместе с тем взаимозависимость экономик и финансов стран ЕАЭС, общность моделей в том, как они устроены и регулируются, формируют значимую связь динамики рынков ценных бумаг. Для них характерны масштабная волатильность, высокие регулятивные и транзакционные издержки, ограниченная роль рынков в финансировании инвестиций, доминирование банков, отсутствие массового частного инвестора. У этих рынков — общность проблем в развитии и регулировании.

1.7.1. Состояние рынков акций и облигаций, объемы и дифференциация

Ключевые черты фондовых рынков ЕАЭС (табл. 1.43):

— низкая капитализация фондового рынка к ВВП — для России — 20–25%, Казахстана — 10–12% ВВП (в 4–6 раз ниже предкризисных пиковых значений), для других стран ЕАЭС — менее 1–2% ВВП. Объемы торгов акциями незначительны — 14% ВВП в России, менее 0,5% ВВП в других странах ЕАЭС;

— малые рынки облигаций — объемы эмиссии и торгов облигациями в Армении и Кыргызстане — менее 0,5% ВВП; в Казахстане и Беларуси чуть выше насыщенность облигациями, чем в России (объемы выпусков — 19, 15 и 6% ВВП соответственно), но крайне низка их ликвидность. Биржевые обороты по облигациям меньше объемов выпусков в 15 раз в Казахстане и в 5 раз в Беларуси, в России они примерно равны (табл. 1.43);

— ограниченное количество эмитентов ценных бумаг;

— высокая концентрация биржевых рынков — 50–70% объема торгов приходится на компании с крупнейшей капитализацией; 70–90% объема торгов — на наиболее торгуемые компании (табл. 1.43). В последние 10 лет общая тенденция для стран ЕАЭС — медленное снижение уровня концентрации рынков. Уровень free-float в большинстве стран ЕАЭС — низкий.

Таблица 1.43. Ключевые показатели фондовых рынков стран ЕАЭС¹, 2014 г.

Показатель	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
Рыночная капитализация, млрд долл.	0,2	0,6	23	0,2	409
в том числе % ВВП	2	0,8	11	2,7	22
Объем биржевой торговли акциями, млрд долл.	0,06	0,05	1	0,02	263
в том числе % ВВП	0,6	0,1	0,5	0,3	14
Объем выпусков облигаций ² по номиналу, млрд долл.	0,03	12	41	0,01	118
в том числе % ВВП	0,3	15	19	0,1	6
Объем биржевой торговли облигациями ² , млрд долл.	0,01	2,4	2,7	0,005	122
в том числе % ВВП	0,1	3,2	1,3	0,1	6,6
Количество компаний, акции которых входят в список бумаг, допущенных к торгам	11	67 ³	77	21	266
Количество эмитентов облигаций, входящих в список бумаг, допущенных к торгам	6	83	72	5	370
Доля акций, находящихся в свободном обращении (free-float), %	10–15 ⁴	20 ⁵	25,8 ⁶	7 ⁷	32,3 ⁸

1. Финансовые рынки Евразии: как они устроены

Окончание табл. 1.43

Показатель	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
Концентрация рынка (доля объема торгов акциями, приходящаяся на 5% компаний с наибольшей рыночной капитализацией), %	52	52	67	н/д	67
Концентрация рынка (доля объема торгов акциями, приходящаяся на 5% компаний с наибольшим объемом торгов), %	95	74	74	н/д	88

¹ Данные для фондовых бирж стран ЕАЭС: Армения — NASDAQ OMX; Беларусь — Белорусская валютно-фондовая биржа; Казахстан — Казахстанская фондовая биржа; Кыргызстан — Кыргызская фондовая биржа; Россия — Московская биржа.

² Корпоративных и региональных облигаций, входящих в список бумаг, допущенных к торгам.

³ Указано число компаний, акции которых включены в котировальные листы «А» и «Б» — данные Отчета о работе Департамента по ценным бумагам Министерства финансов Республики Беларусь в 2014 г.

⁴ В соответствии с установленными требованиями биржи к листингу ценных бумаг первого и второго уровня (<https://nasdaqomx.am/en/lists.htm>).

⁵ Раскрываемые ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа» показатели работы организованного РЦБ не позволяют рассчитать данный показатель. Однако в программе развития рынка ценных бумаг на 2011—2015 гг. (постановление Совета министров Республики Беларусь и Национального банка Республики Беларусь от 12 апреля 2011 г. № 482/10) предусмотрено достижение до 2016 г. доли свободно обращающихся акций ОАО, распределенных среди мелких и средних инвесторов, не менее 20—25% от объема эмиссии акций.

⁶ Расчет по данным KASE по Представительскому списку Индекса KASE на 11 марта 2015 г. (всего 9 компаний).

⁷ Кыргызской фондовой биржей не раскрывается. По доступным для общего пользования данным по состоянию на 2008 г. Данные «BNC FINANCE" («БиЭнСи Файненс») (<http://my.bnc.kg/ru/information/digest/?id=123>).

⁸ Рассчитано по данным Московской биржи (база расчета индекса акций широкого рынка с 16 декабря 2014 г. по 16 марта 2015 г.) как средневзвешенный по количеству выпущенных акций коэффициент free-float по каждой компании из представленных в списке (<http://moex.com/a3010>).

Источники: Бюллетень биржевой статистики. 2014. Международная ассоциация бирж стран СНГ. Данные по free-float акций компаний на сентябрь 2014 г. — данные KASE, Московской биржи.

Российский рынок остается доминирующим среди стран ЕАЭС — на него приходится 95% капитализации и почти 100% объема торгов акциями в ЕАЭС (табл. 1.44).

Таблица 1.44. Доля стран ЕАЭС в совокупной капитализации, объеме торгов акциями и количестве компаний, имеющих листинг, %

Страна	Капитализация	Объем торгов акциями	Количество компаний, имеющих листинг
Армения	0,1	0,02	2,5
Беларусь	0,1	0,02	15,2
Казахстан	5,3	0,4	17,4

Страна	Капитализация	Объем торгов акциями	Количество компаний, имеющих листинг
Кыргызстан	0,1	0,01	4,8
Россия	94,4	99,6	60,2
Итого	100,0	100,0	100,0

Источник: Бюллетень биржевой статистики 2014. Международная ассоциация бирж стран СНГ.

С 2009 г. характерны негативные тенденции в динамике фондовых рынков ЕАЭС — снижение уровня капитализации на крупнейших рынках ЕАЭС (Россия и Казахстан) и объема торгов акциями (кроме Армении), замораживание числа компаний, имеющих листинг. Вместе с тем росла капитализация малых рынков ЕАЭС (Армения и Кыргызстан) при сверхволатильности рынка Беларуси (табл. 1.45—1.48).

Таблица 1.45. Капитализация фондового рынка к ВВП в странах ЕАЭС, %, 2000—2014 гг.

	2000	2002	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Армения	н/д	0	1	1	1	1	2	2	2	1	1	2	2
Беларусь	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	0	0	2	1	5	1
Казахстан	7	5	9	18	54	39	23	50	41	23	12	11	11
Кыргызстан	0	0	2	2	3	3	2	2	2	3	2	3	3
Россия	15	36	45	72	107	116	24	70	66	42	43	37	22

Примечание. Используются показатели капитализации и ВВП, выраженные в долларах США.

Источники: показатель «Рыночная капитализация компаний, имеющих листинг, % ВВП» (Market Capitalization of Listed Companies, % of GDP), за 2000—2012 гг. — данные World Bank Database (все страны, кроме Беларуси), за 2013—2014 гг. — Бюллетени биржевой статистики Международной ассоциации бирж стран СНГ за 2010—2014 гг. (Беларусь — для 2009—2014 гг.); показатель «Gross Domestic Product, National Currency» — данные IMF IFS.

Рынки акций Казахстана и России синхронизированы, что проявляется и в динамике фондовых индексов (в 2014 г. синхронизация была временно нарушена). Малым рынкам акций Армении, Кыргызстана и Беларуси еще только предстоит синхронизироваться с рынками России и Казахстана.

В 2009—2014 гг. в России объем торгов акциями снизился с пикового значения 70 до 14% ВВП, в Казахстане — с 8,5 до 0,5% ВВП, в Беларуси — почти в 2 раза до менее 0,1% ВВП (табл. 1.46). Резкий рост оборотов по акциям в Армении связан с введением обязательных взносов населения в НПФ с января 2014 г.

1. Финансовые рынки Евразии: как они устроены

Таблица 1.46. **Объем торгов акциями в странах ЕАЭС, в % ВВП, 2003—2014 гг.**

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Армения	0,03	0,1	0,03	0,1	0,1	0,01	0,003	0,004	0,005	0,01	0,04	0,6
Беларусь	0,03	0,00	0,005	0,001	0,01	0,2	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Казахстан	1,4	2,3	1,8	5,0	8,5	2,9	3,7	1,3	0,6	0,7	0,3	0,5
Кыргызстан	0,6	2,4	1,2	3,6	3,8	2,0	1,4	0,2	0,5	0,3	0,3	0,3
Россия	16	16	15	41	46	31	68	65	29	18	13	14

Источник: Бюллетени биржевой статистики Международной ассоциации бирж стран СНГ за 2003—2014 гг.; показатель «Gross Domestic Product, National Currency» — данные IMF IFS.

На рынках облигаций ЕАЭС в 2009—2014 гг. — стагнация (табл. 1.47). В России после 2012 г. — значительное снижение объемов торгов и выпусков облигаций; в 2014 г. — рост в Беларуси и небольшое оживление в Казахстане. Все это пока мелкие движения на «холодных» рынках.

Таблица 1.47. **Динамика объема торгов и выпусков облигаций, % ВВП, 2003—2014 гг.**

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Объем торговли облигациями*/ВВП, %												
Армения	н/д	н/д	н/д	0,02	0,02	0,1	0,3	0,1	0,02	0,01	0,1	0,1
Беларусь	0,005	н/д	0,01	0,00	0,3	0,8	2,0	3,3	2,3	1,9	2,7	3,2
Казахстан	2,2	2,1	3,0	3,7	4,1	2,7	2,2	1,1	1,1	1,1	1,2	1,3
Кыргызстан	0,04	0,005	0,01	н/д	н/д	н/д	0,01	0,02	0,02	0,03	0,1	0,1
Россия	3	4	7	9	10	7	38	73	80	3	4	7
Объем выпусков облигаций по номиналу*/ВВП, %												
Армения	н/д	н/д	0,01	0,01	0,1	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3
Беларусь	0,01	н/д	0,01	0,01	н/д	1	5	8	6	6	6	15
Казахстан	5	6	9	11	10	14	15	36	21	15	15	19
Кыргызстан	н/д	н/д	12,2	н/д	н/д	н/д	0,02	0,02	0,02	0,03	0,1	0,1
Россия	2	2	3	4	5	5	8	7	5	7	8	6

* Корпоративных и региональных облигаций, входящих в список бумаг, допущенных к торгам.

Источник: Бюллетени биржевой статистики Международной ассоциации бирж стран СНГ за 2003—2014 гг.

Другая негативная тенденция — постепенное сокращение количества компаний, акции которых имеют листинг (табл. 1.48).

1.7. Рынки ценных бумаг стран ЕАЭС

Таблица 1.48. **Количество компаний, акции которых имеют листинг, в странах ЕАЭС, шт., 2000—2014 гг.**

	2000	2002	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Армения	н/д	161	194	198	35	29	10	12	12	12	12	11	11
Казахстан	23	49	53	62	67	90	74	69	60	63	74	80	77
Кыргызстан	80	22	6	8	8	10	8	8	11	34	18	20	21
Россия	249	196	215	296	309	328	314	279	345	327	276	276	266

Источники: 2000—2012 гг. — показатель «Listed Companies, Total» — данные World Bank Database; 2013—2014 гг. — показатель «Число компаний, акции которых входят в список бумаг, допущенных к торгам» — Бюллетени биржевой статистики Международной ассоциации бирж стран СНГ за 2013—2014 гг.

1.7.2. Разнообразие инструментов, представленных на рынке ценных бумаг, особенности регулирования

Особенности понятия ценной бумаги¹

Во всех странах ЕАЭС законодательно закрепленное понятие ценной бумаги имеет примерно одно и то же содержание. Некоторые различия обусловлены особенностями национального гражданского законодательства. Так, в Армении, Казахстане, Кыргызстане ценная бумага связывается лишь с имущественными правами. В Беларуси ценная бумага может выражать также иные неимущественные права, в России — иные права наряду с обязательственными. Тем не менее во всех пяти странах акции удостоверяют участие в общем собрании акционеров (неимущественное право).

Ценная бумага может определяться как документ (Армения) либо как совокупность электронных записей (фиксация прав) (Казахстан), либо как то, и другое. В странах ЕАЭС ценные бумаги имеют документарную и бездокументарную формы. Исключение — Казахстан. В этой стране документарная форма «выброшена» из практики (табл. 1.49).

Таблица 1.49. **Понятие и формы ценных бумаг в странах ЕАЭС**

	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
<i>Понятие ценной бумаги, закрепленное в законодательстве</i>					
Документ	да	да	нет	да	да
Совокупность записей (фиксация прав)	нет	да	да	да	да
<i>Формы эмиссионных ценных бумаг</i>					
Бездокументарные	Акции, облигации				
Документарные	Акции, облигации	Облигации	нет*	нет**	Облигации

* В Казахстане предусмотрена возможность выпуска документарных государственных облигаций (п. 5 ст. 200 Бюджетного кодекса Республики Казахстан от 4 декабря 2008 г. № 95-IV (с изм. и доп. по со-

¹ См. пп. 1.3.1.4 Отчета о НИР «Взаимное признание выпусков ценных бумаг и других финансовых инструментов в странах ЕАЭС» (Договор от 3 ноября 2015 г. № Н-09/154).

1. Финансовые рынки Евразии: как они устроены

стоянию на 1 января 2016 г.), но на практике они не выпускаются. Официальный интернет-ресурс Министерства финансов Республики Казахстан. Раздел «Главная / Бюджетный процесс / Государственные ценные бумаги / Внутренний рынок».

** До принятия нового Закона об акционерных обществах от 27 марта 2003 г. № 64 были предусмотрены документарные.

Источники: Национальные гражданские, бюджетные кодексы, законы о рынке ценных бумаг; Положение о выпуске и обращении облигаций в Кыргызской Республике, утв. постановлением Правительства Кыргызской Республики от 1 июня 2011 г. № 275.

По форме передачи во всех странах ЕАЭС предусмотрены именные, на предъявителя и ордерные ценные бумаги. Механизмы передачи прав идентичны: ценные бумаги на предъявителя — вручение ценной бумаги другому лицу, именные ценные бумаги — уступка требования (цессия), ордерная ценная бумага — совершение на бумаге передаточной надписи — индоссамента.

Разнообразие видов ценных бумаг

Инструментальная структура ценных бумаг в странах ЕАЭС неравномерна. Максимальный уровень развития в России, в меньшей степени — в Казахстане. В Армении, Беларуси, Кыргызстане представлено меньшее число инструментов (табл. 1.50).

Таблица 1.50. Виды ценных бумаг в странах ЕАЭС

Вид ценных бумаг		Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
<i>Эмиссионные ценные бумаги</i>						
Акции	обыкновенные, привилегированные, именные	да	да	да	да	да
	на предъявителя	нет ¹	нет	нет	да ²	нет
Облигации:						
— именные		да	да	да	да	да
— на предъявителя		да	да	нет	нет	да
— биржевые		нет	да	да ³	нет	да
— другие виды облигаций		ипотечные	ипотечные, жилищные	агентские и инфраструктурные, ипотечные, исламские	нет	коммерческие ⁴ , облигации с ипотечным покрытием ⁵ , жилищные сертификаты ⁶
Государственные (кратко- и долгосрочные)		в том числе валютные	в том числе валютные	в том числе валютные	только в национальной валюте, не обращаются на организованном рынке	в том числе валютные
муниципальные		нет	нет	да	нет	да

1.7. Рынки ценных бумаг стран ЕАЭС

Окончание табл. 1.50

Вид ценных бумаг	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
центрального банка	нет	нет	да (кратко-срочные)	да	да ⁷
Ценные бумаги ИФ ⁸	да	нет	паи ПИФ, акции АИФ	да	паи ПИФ, акции АИФ
<i>Неэмиссионные ценные бумаги, ПФИ и др.</i>					
— Векселя, чеки, коносаменты, складские свидетельства	да	да	да	да	да
— Сберегательные сертификаты и сберегательные книжки	банковское свидетельство (банковская книжка, банковский сертификат)	депозитные и сберегательные сертификаты, банковская сберегательная книжка на предъявителя	банковские депозитные сертификаты	банковский сертификат, банковская сберегательная книжка на предъявителя	депозитные и сберегательные сертификаты, банковская сберегательная книжка на предъявителя
— неэмиссионные ипотечные ценные бумаги	нет	закладная	ипотечное свидетельство	жилищные сертификаты	закладная, ипотечный сертификат участия, ипотечные инвестиционные паи в ПИФах, ипотечные сертификаты участия в ОФБУ
— прочие	соглашение о распределении прибыли, документ, подтверждающий участие в таком соглашении	нет	зерновые и хлопковые расписки, ипотечные свидетельства	нет	нет
ПФИ (уровень развития — экспертная оценка)	минимальный	средний	средний	минимальный	максимальный
Исламские ценные бумаги	нет	нет	да	планируется	нет

См. пп. 1.3.1.4 Отчета о НИР «Взаимное признание выпусков ценных бумаг и других финансовых инструментов в странах ЕАЭС» (Договор от 3 ноября 2015 г. № Н-09/154).

¹ Несмотря на то что ГК Республики Армения от 28 июля 1998 г. № ЗР-239 предусмотрена возможность выпуска акций на предъявителя (ст. 157), Законом об акционерных обществах (ст. 39) установлено, что сертификаты акций должны содержать имя владельца, тем самым создавая запрет на выпуск предъявительских акций. На практике предъявительские акции не выпускаются (Armenia/ Detailed Assessment Report on Anti-Money Laundering and Combating the Financing Terrorism. January 2010. IMF Country Report № 10/9. P. 27).

1. Финансовые рынки Евразии: как они устроены

² До принятия нового Закона об акционерных обществах от 27 марта 2003 г. № 64 были предусмотрены предъявительские. Несмотря на указание в Законе, что акции могут быть только именными бездокументарными (ст. 22), в Отчете Евразийской группы по противодействию легализации преступных доходов и финансированию терроризма от 5 августа 2013 г., по результатам 18-го Пленарного заседания ЕАГ 21—24 мая 2013 г. Республика Беларусь, г. Минск (с. 30), указывается наличие в Кыргызстане акций на предъявителя.

³ Аналог — негосударственные облигации со сроком обращения менее 12 месяцев. Упрощенный порядок размещения (без проспекта) для облигаций эмитентов высокого качества (эмитент, акции которого включены в первую категорию сектора «акции» биржи). Источник: гл. 2 Правил государственной регистрации выпуска негосударственных облигаций и рассмотрения отчетов об итогах размещения и погашения облигаций, аннулирования выпуска облигаций, утв. постановлением Правления Агентства Республики Казахстан по регулированию и надзору финансового рынка и финансовых организаций от 30 июля 2005 г. № 269 (24 декабря 2014 г.); ст. 16 Закона Республики Казахстан от 2 июля 2003 г. № 461-III «О рынке ценных бумаг» (с изм. и доп. по состоянию на 3 декабря 2015 г.)

⁴ См. ст. 27.5-2 Федерального закона от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ (ред. от 3 июля 2016 г.) «О рынке ценных бумаг».

⁵ Ипотечные ценные бумаги — облигации с ипотечным покрытием и ипотечные сертификаты участия (Федеральный закон от 11 ноября 2003 г. № 152-ФЗ (ред. от 29 июня 2015 г.) «Об ипотечных ценных бумагах»).

⁶ Жилищный сертификат — особый вид облигаций с индексируемой номинальной стоимостью (Указ Президента РФ от 10 июня 1994 г. № 1182 (ред. от 24 августа 2004 г.) «О выпуске и обращении жилищных сертификатов»).

⁷ Предусмотрено законодательно, но с 2011 г. новые выпуски не осуществлялись.

⁸ Могут относиться к эмиссионным или неэмиссионным в зависимости от особенностей законодательства государства — члена ЕАЭС. Особенности для общих фондов банковского управления (РФ) — сертификат долевого участия не является ценной бумагой, в настоящее время запрещено создание новых общих фондов банковского управления. В Беларуси долевой сертификат фонда банковского управления не является ценной бумагой.

Законодательствами стран ЕАЭС (гражданскими кодексами) предусмотрены открытые перечни видов ценных бумаг, что создает возможности для введения неограниченного числа новых финансовых инструментов. Некоторые виды ценных бумаг предусмотрены законодательно, но на практике не используются, например отдельные виды исламских ценных бумаг в Казахстане.

Отсутствие отдельных видов ценных бумаг может быть рассмотрено как пробел, в заполнении которого у рынков существует объективная потребность (депозитарные расписки, биржевые и коммерческие облигации (аналог биржевых облигаций, но для закрытых размещений, так же в упрощенном порядке) и др.).

Для других видов ценных бумаг отсутствие не может быть рассмотрено как «деформация». Например, бумаги на предъявителя в международной практике связываются с рисками отмывания доходов, полученных преступным путем / рисками финансирования терроризма. Потребность в исламских ценных бумагах зависит от религиозных предпочтений населения. В частности, исламские бумаги в Армении, мононациональной христианской стране, не представляются перспективными.

Иностранные ценные бумаги

Во всех пяти странах ЕАЭС предусмотрена процедура допуска к торгам ценных бумаг иностранных эмитентов. На практике их число минимально, хотя законодательное регулирование подробно. Так, депозитарные расписки предусмотрены в Армении, Казахстане и России, но выпущены только в РФ, пока только как

1.7. Рынки ценных бумаг стран ЕАЭС

единичный случай¹ (табл. 1.51). «Рядовым случаем» стали облигации международных финансовых институтов, осуществляющих инвестиции на внутренних рынках ЕАЭС (Армения, Казахстан, Россия).

Таблица 1.51. Виды иностранных ценных бумаг, получившие листинг на биржах стран ЕАЭС

	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
Облигации международных финансовых организаций	ЕБРР, МФК	нет	ЕБРР	нет	ЕБРР, МФК, Евразийский банк развития
Депозитарные расписки: — предусмотрены законодательно	да	нет	да	нет	да
— выпущены	нет	нет	нет	нет	да ¹
Иные иностранные ценные бумаги	нет	нет	да	Ранее ²	Паи иностранных инвестиционных фондов (ETF); еврооблигации (облигации иностранных эмитентов, в большинстве — иностранные юридические лица национального происхождения)

¹ В РФ был проведен выпуск только одной РДР компании РУСАЛ (российской), которая предварительно разместила акции на Гонконгской фондовой бирже.

² 5 декабря 2000 г. впервые в истории кыргызского РЦБ прошел листинг иностранный эмитент — ОАО «Алматинский торгово-финансовый банк» (Казахстан, облигации). В 2015 г. облигации АТФБ не торгуются.

Возможность упрощенного допуска к размещению и обращению бумаг иностранного эмитента предусмотрена в Армении, Казахстане и России, но механизмы различны. В Армении снижены требования в отношении языка эмиссионных документов. В Казахстане упрощенный режим касается только процедур допуска на биржу, тогда как требования к иностранным эмитентам выше, чем к национальным. Только в РФ предусмотрен упрощенный режим допуска к обращению на биржу без участия регулятора на основании документов первичного листинга (табл. 1.52).

В Беларуси одним из государственных языков является русский, поэтому допуск к обращению может быть основан на проспекте на русском языке (при соответствии требованиям национального законодательства).

¹ В 2010 г. состоялось размещение акций Объединенной компании РУСАЛ на Гонконгской фондовой бирже, в отношении которых было проведено размещение глобальных депозитарных расписок на NYSE Euronext в Париже и российских депозитарных расписок на ММВБ.

1. Финансовые рынки Евразии: как они устроены

Таблица 1.52. Упрощенный допуск к размещению и обращению ценных бумаг иностранных эмитентов в странах ЕАЭС

	Армения	Казахстан	Россия
Механизмы упрощенного допуска	Снижение требований к языку эмиссионных документов. Допустим иностранный язык проспекта, но может требоваться краткое изложение на армянском	Упрощенная процедура листинга (прямое принятие решений Правлением биржи без участия Листинговой комиссии биржи): без предоставления финансовой отчетности (по решению биржи) для эмитентов, имеющих листинг на признаваемых биржах	Только в отношении допуска к обращению — признаваемый листинг (допуск к обращению по решению биржи) только для эмитентов, имеющих листинг на признаваемых биржах. Достаточно зарубежного проспекта на английском языке, но состав и содержание сведений проспекта должны соответствовать требованиям российской биржи. Предоставляется резюме проспекта ценных бумаг на русском, ряд дополнительных документов (заявление, анкета ценных бумаг и т.п.). Инструменты: акции, депозитарные расписки на акции, паи или акции ИФ, депозитарные расписки на паи или акции ИФ, облигации, депозитарные расписки на облигации ¹ Раскрытие информации в процессе обращения — в соответствии с требованиями иностранной биржи ²
Наличие размещений, осуществленных по упрощенному режиму	да (облигации международных корпораций)	да (паи ETF)	н/д
Возможность регистрации проспекта, составленного согласно иностранному законодательству	да	нет	да
Дополнительные требования	Соответствие проспекта международным стандартам и равноценность требованиям национального законодательства ³	Высокий рейтинг бумаг, соглашения между регуляторами об обмене информацией, разрешение национального регулятора на выпуск на зарубежной площадке и письмо о соблюдении пруденциальных нормативов	нет

¹ Положение о квалификации иностранных финансовых инструментов в качестве ценных бумаг, утв. приказом ФСФР России от 23 октября 2007 г. № 07-105/пз-н (ред. от 22 января 2008 г.).

² Пункты 4, 21, 21.6 ст. 51.1 Федерального закона от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ (ред. от 13 июля 2015 г., с изм. от 13 июля 2015 г.) «О рынке ценных бумаг» (с изм. и доп., вступ. в силу с 1 октября 2015 г.), информация официального сайта Московской биржи — micex.ru.

³ Статьи 19, 23 Закона Республики Армения от 11 октября 2007 г. «О рынке ценных бумаг».

Размещение национальных ценных бумаг в третьих странах

Во всех странах ЕАЭС допускается размещение ценных бумаг за рубежом с требованием обязательного уведомления о состоявшихся размещениях (в Кыргызстане прямые указания в законодательстве отсутствуют¹). Но неоднородна позиция стран по созданию барьеров для размещений национальных бумаг в третьих странах (табл. 1.53).

Таблица 1.53. Требования к размещению ценных бумаг за рубежом

Показатель	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
Возможность размещения, предусмотренная законодательно	да	да	да	нет	да
<i>Ограничения для выпуска и обращения за границей</i>					
Наличие корреспондентских отношений между депозитариями РБ и иностранного государства	нет	да	нет	нет	нет
Требования к включению в котировальный список национальной биржи	нет	нет	да	нет	да
Обязательность одновременного предложения на национальном рынке	нет	нет	да	нет	да
Количественные ограничения в отношении ценных бумаг, размещаемых на национальном рынке:					
— акций	нет	нет	да	нет	да
— облигаций	нет	нет	да	нет	нет

В Казахстане и РФ сделана попытка стимулировать развитие, в первую очередь, национальных рынков. В РФ с 2006 г. разрешено размещение не более 70% акций за рубежом; позднее соотношение изменялось до текущих 25% общего количества акций той же категории и 50% общего количества предлагаемых к размещению акций соответствующего выпуска / предлагаемых к приобретению акционерными-владельцами². В Казахстане предусмотрено обязательство одновре-

¹ Ранее действовало Положение об обращении эмиссионных ценных бумаг кыргызских эмитентов за пределами Кыргызской Республики, утв. постановлением Государственной комиссии при Правительстве Кыргызской Республики по рынку ценных бумаг от 31 декабря 2001 г. № 112, но с 2009 г. утратило силу.

В аналитических обзорах отмечается возможность размещения за рубежом. См.: Развитие фондового рынка СНГ в 2013—2014 годах и перспективы обращения в его рамках ценных бумаг организаций-эмитентов из государств Содружества. Исполнительный комитет СНГ. М., 2014. С. 9.

² Положение о порядке выдачи Банком России разрешения на размещение и (или) организацию обращения эмиссионных ценных бумаг российских эмитентов за пределами Российской Федерации, утв. Банком России 13 октября 2014 г. № 436-П.

1. Финансовые рынки Евразии: как они устроены

менного предложения акций и облигаций на национальной площадке в размере не менее 20%¹.

На практике в РФ эти ограничения обходились с помощью создания 100%-ных дочерних организаций в зарубежных юрисдикциях. В Казахстане все ограничения распространяются также на юридические лица, созданные в соответствии с законодательством иностранного государства, находящиеся в 50% и более собственности резидента и фактические органы управления которого расположены в Казахстане.

Государственные ценные бумаги

Видовая структура государственных ценных бумаг схожа в странах ЕАЭС, но отражает некоторые национальные особенности. Негативный опыт РФ с ГКО привел к отказу от краткосрочных ценных бумаг, несмотря на периодические упоминания о возможности введения этого инструмента. Низкий уровень кредитного качества Кыргызстана — причина привлечения на внешних рынках исключительно кредитов (табл. 1.54).

Таблица 1.54. **Ценные бумаги центральных правительств в странах ЕАЭС**

	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
Краткосрочные (до одного года)	краткосрочные облигации	краткосрочные облигации	краткосрочные казначейские обязательства	казначейские векселя	нет
Долгосрочные (более одного года)	средне- (3,5 лет) долгосрочные облигации (10, 20 лет)	долгосрочные облигации	средне- (1—5 лет) и долгосрочные обязательства (более 5 лет)	— казначейские облигации (2—5 лет); — казначейские обязательства	— облигации федерального займа (ОФЗ) — большинство обращающиеся, — государственные сберегательные облигации (ГСО) — только для резидентов — юридических лиц, нет вторичного обращения, — ОВОЗ (незначительный объем)
Внешние	еврооблигации	да	еврооблигации	нет	внешние облигационные займы

Источники: сайты министерств финансов, национальные нормативные акты.

¹ Статья 22-1 Закона Республики Казахстан от 2 июля 2003 г. № 461-III «О рынке ценных бумаг» (с изм. и доп. по состоянию на 31 октября 2015 г.).

1.7. Рынки ценных бумаг стран ЕАЭС

Отсутствие ГКО и низкие долги не помешали РФ лидировать по уровню развития сектора государственных ценных бумаг — почти весь долг (внутренний и внешний) привлекается в форме ценных бумаг. У других стран ЕАЭС внутренние заимствования основаны почти исключительно на ценных бумагах, а во внешних преобладают кредиты (табл. 1.55).

Таблица 1.55. **Насыщенность государственными ценными бумагами экономик стран ЕАЭС, на 1 января 2016 г., %**

Страна	Внутренний долг		Внешний долг		Итого государственный долг	
	в ценных бумагах к ВВП	доля ценных бумаг	в ценных бумагах к ВВП	доля ценных бумаг	в ценных бумагах к ВВП	доля ценных бумаг
Армения	7	100	9	24	16	36
Беларусь	10	100	1	6	12	33
Кыргызстан	3	96	—	—	3	5
Казахстан	12	100	1	32	13	76
Россия	7	100	3	94	10	98

Примечание: В России к внутреннему государственному долгу относятся обязательства в национальной валюте, к внешнему — в иностранной. В Беларуси — размещенные на внутреннем финансовом рынке вне зависимости от резидентской принадлежности держателя учитываются в составе внутреннего долга правительства, размещенные на внешнем рынке — в составе внешнего долга. Во всех остальных странах ЕАЭС деление долга на внутренний и внешний осуществляется на основании резидентства (внутренний — перед резидентами, внешний — перед нерезидентами).

Источники: Объем внутреннего и внешнего долга — информация министерств финансов и центральных банков (без учета государственных гарантий); ВВП — данные IMF WEO October 2015.

1.7.3. Операции с ценными бумагами

1.7.3.1. Выпуск и размещение ценных бумаг¹

Понятие размещения ценных бумаг и его виды

К 2015 г. в странах ЕАЭС сложился общий подход к понятию «размещение ценных бумаг» с небольшими отличиями в терминологии: подписка² / продажа³ / аукцион, закрытое / персональное предложение⁴.

Понятие «размещение» в странах ЕАЭС существует в нескольких вариантах — предложение/продажа/размещение. В целом же под ним понимается закрытое (или открытое (публичное)) размещение среди заранее известного (или неизвестного) круга лиц.

¹ О детальном сравнении законодательных норм стран ЕАЭС в области выпуска и размещения ценных бумаг см.: Отчет по теме «Взаимное признание выпусков ценных бумаг и других финансовых инструментов в странах ЕАЭС» по 1-му этапу НИР (Договор от 3 ноября 2015 г. № Н-09/154), табл. 26.

² Армения, Россия. Более узкое применение — Беларусь (в части открытой подписки акций), Казахстан (наряду с аукционом).

³ Беларусь — не общее определение, а применительно к способам размещения акций и облигаций. Подписка — де-факто размещение среди широкого круга лиц, но минуя фондовую биржу. Продажа — размещение через фондовую биржу. В отличие от России биржа в Беларуси не может регистрировать выпуски ценных бумаг.

⁴ В Кыргызстане — как альтернатива наименованию «закрытая подписка».

В законодательствах стран ЕАЭС отсутствуют понятия «первичное публичное размещение» (IPO, Initial Public Offer), «вторичное публичное размещение» (SPO, Secondary Public Offer).

Публичное размещение как понятие определено в России и Армении¹ — это размещение путем открытой подписки (на организованном и неорганизованном рынке) среди неопределенного круга лиц — неквалифицированных инвесторов². В Армении при этом допускается более узкая трактовка — неопределенный круг лиц или круг лиц более 100, не являющихся квалифицированными³.

В других странах ЕАЭС действует схожий принцип разграничения способов размещения. Отличия — в детализации по видам ценных бумаг (открытые/закрытые продажи акций/облигаций в Беларуси), по количественным и качественным ограничениям (только организованный или неорганизованный рынок, число подписчиков⁴, указание на способы последующего обращения ценных бумаг⁵).

Обособленные формы размещения: распределение акций среди акционеров (законодательно выделена не во всех странах)⁶, конвертация — представлены с разной степенью детализации, за которой скрывается неоднородность законодательства на РЦБ.

Так, в Беларуси понятие конвертации вводится только для облигаций — «размещение облигаций одного выпуска среди владельцев облигаций предыдущего выпуска путем обмена на облигации предыдущего выпуска»⁷. В Казахстане указано на возможность «конвертации ценных бумаг или денежных обязательств общества в акции». Однако «запрещается конвертация инфраструктурных облигаций в акции эмитента»⁸.

В России и Армении действует правило: облигации могут конвертироваться в привилегированные и обыкновенные акции, облигации других типов; привилегированные акции — в обыкновенные акции и привилегированные акции других типов, обыкновенные акции не конвертируются⁹.

¹ В Кыргызстане есть понятие «публичное предложение» как альтернатива наименованию «открытая подписка».

² Закон о рынке ценных бумаг РФ.

³ Статья 3 Закона о рынке ценных бумаг РА.

⁴ В Беларуси закрытая подписка акций предполагает размещение среди определенного уставом общества круга лиц и только на внебиржевом рынке. Открытая продажа (подписка) акций — среди неограниченного круга лиц и только на биржевом рынке. Для облигаций признаком закрытой подписки является не только заранее определенный круг лиц и размещение вне биржи, но и число подписчиков — не более 100. Открытая продажа (подписка) облигаций допускает размещение на биржевом и на внебиржевом рынках (п. 61 Инструкции Министерства финансов РБ № 146).

⁵ В Казахстане облигации, в проспектах выпуска которых указано последующее обращение, в том числе на организованном рынке, должны размещаться только на организованном рынке (ст. 18 Закона об акционерных обществах РК).

⁶ Не конкретизируется в Армении, Кыргызстане. В Казахстане — более узкая трактовка — размещение посредством реализации акционерами права преимущественной покупки акций (ст. 18 Закона об акционерных обществах РК).

⁷ Пункт 2 гл. 1 Инструкции Минфина Республики Беларусь № 146.

⁸ Статья 18-1 Закона о рынке ценных бумаг РК.

⁹ «Общество имеет право размещать конвертируемые привилегированные акции, если это предусмотрено уставом» (ст. 38 Закона об акционерных обществах РА, «конвертируемые облигации и иные ценные бумаги, дающие право на конвертацию облигаций и иных ценных бумаг общества в акции (ст. 40 указанного Закона)). В Армении не указывается возможность конвертации обыкновенных акций; ст. 31 Закона об акционерных обществах РФ.

1.7. Рынки ценных бумаг стран ЕАЭС

В Кыргызстане возможности конвертации определяются несколькими правовыми актами разного уровня:

— в Законе о рынке ценных бумаг вводится понятие конвертируемой ценной бумаги¹;

— Закон об акционерных обществах определяет, что «в уставе общества могут быть определены возможность и условия конвертации привилегированных акций в простые»²;

— в Положении о выпуске и обращении ценных бумаг содержатся условия выпуска конвертируемых облигаций³.

Этапы эмиссии

В законодательстве стран ЕАЭС действуют два подхода к определению этапов эмиссии:

— последовательность действий эмитента, включая требования к документам, инстанциям, срокам (Беларусь, Кыргызстан, Россия);

— перечень, содержание документов, сопровождающих процедуру эмиссии, инстанции, сроки их предоставления (Армения, Казахстан).

И в том и в другом случае выделяются этапы: 1) принятие решения о выпуске, 2) государственная регистрация выпуска, 3) размещение ценных бумаг, 4) представление отчета об итогах размещения⁴ (табл. 1.56).

Таблица 1.56. Основные этапы эмиссии в странах ЕАЭС

Армения ¹	Беларусь ²	Казахстан	Кыргызстан	Россия
1. Подготовка проспекта эмиссии и его регистрация в ЦБ. 2. Опубликование проспекта. 3. Объявление о публичном предложении. 4. Отчет о результатах размещения	1. Принятие решения о выпуске и его утверждение. 2. Регистрация проспекта эмиссии ³ . 3. Заверение краткой информации об эмиссии. 4. Государственная регистрация выпуска или регистрация выпуска фондовой биржей / иной уполномоченной организацией.	Общие условия не выделены. Отдельно — по объявленным акциям ⁴ и негосударственным облигациям ⁵ . В целом: 1. Регистрация выпуска и проспекта ⁶ на основании комплекса документов. 2. Внесение изменений и дополнений в проспект.	1. Принятие решения о выпуске. 2. Изготовление ценных бумаг и (или) их сертификатов. 3. Государственная регистрация выпуска (условий публичного предложения и проспекта). 4. Размещение.	1. Принятие решения о размещении/иного основания для размещения. 2. Утверждение решения о выпуске ⁹ . 3. Государственная регистрация выпуска /присвоение идентификационного номера. 4. Размещение.

¹ Статья 2 Закона о рынке ценных бумаг КР.

² Статья 26 Закона об акционерных обществах КР.

³ Статьи 96—101 Положения о выпуске № 275 КР.

⁴ В России утверждение решения о выпуске ценных бумаг — обязательный этап, предшествующий государственной регистрации. В Беларуси этот этап обязателен только в установленных случаях, в остальных странах не выделяется как этап эмиссии.

Армения ¹	Беларусь ²	Казахстан	Кыргызстан	Россия
	5. Размещение. 6. Представление в регулирующий орган отчета об итогах размещения выпуска	3. Размещение с предоставлением по запросу инвестора проспекта ⁷ . 4. Утверждение отчета об итогах размещения	5. Признание итогов выпуска ценных бумаг состоявшимся или несостоявшимся. 6. Раскрытием информации о публичном предложении ценных бумаг ⁸	5. Государственная регистрация отчета об итогах выпуска / / представление уведомления ¹⁰ . При регистрации проспекта ценных бумаг — предварительное рассмотрение документов регулятором ¹¹

¹ Закон о рынке ценных бумаг РА, перечень этапов не называется напрямую.

² Безотносительно выпуска или дополнительного выпуска ценных бумаг (Инструкция Минфина Беларуси № 146).

³ В случае эмиссии облигаций и акций, размещаемых путем открытой подписки (продажи).

⁴ В Казахстане объявленные эмиссионные ценные бумаги — ценные бумаги, выпуск которых зарегистрирован уполномоченным органом, п. 48 постановление № 268 РК.

⁵ Постановление № 269 РК.

⁶ Для облигаций вместо выпуска возможна регистрация облигационной программы.

⁷ Глава IV Закона о рынке ценных бумаг РК.

⁸ До и после размещения.

⁹ Здесь и далее — дополнительном выпуске.

¹⁰ Статья 19 Закона о рынке ценных бумаг РФ.

¹¹ Статья 20 Закона о рынке ценных бумаг РФ.

Дополнительные условия эмиссии вводятся для отдельных видов облигаций. В России¹, Беларуси — биржевых; в Казахстане — краткосрочных облигаций (сроком не более 12 месяцев), агентских, инфраструктурных облигаций².

Биржевые облигации признаются в международной практике удобным инструментом инвестиций. Их особенность в странах ЕАЭС — возможность обращаться только на фондовой бирже (табл. 1.57). Такие бумаги выпускаются без государственной регистрации выпуска (Россия, Беларусь), проспекта и отчета о выпуске. Или предусмотрена упрощенная процедура государственной регистрации для краткосрочных облигаций (Казахстан).

Вместе с тем требования к биржевым облигациям различаются. В Беларуси установлены требования к величине чистых активов и к отсутствию отрицательного финансового результата. В России — более либеральные и системные требования (табл. 1.57).

¹ Наряду с биржевыми в России признаются коммерческие облигации с упрощенной процедурой регистрации, но размещаемые по закрытой подписке (ст. 27.5-2 Закона о рынке ценных бумаг РФ).

² Статьи 16—18 Закона о рынке ценных бумаг РК.

1.7. Рынки ценных бумаг стран ЕАЭС

Таблица 1.57. Условия выпуска биржевых облигаций в ЕАЭС

Позиция	Беларусь ¹	Казахстан ²	Россия ³
Необходимость государственной регистрации	Отсутствует	В упрощенной форме ⁴ , ускоренная процедура с заключением биржи	Отсутствует
Идентификационный код присваивает	РУП «Республиканский центральный депозитарий»	Уполномоченный орган	Биржа
Обеспечение	Не требуется	Не конкретизируется	Не может быть залоговое обеспечение
Требования к эмитенту и его ценным бумагам	СЧА — не менее 100 тыс. базовых величин ⁵ . Нет убытков на дату принятия решения о выпуске и 2 года до того	Включены в первую категорию сектора «акции» официального списка фондовой биржи	Нет специальных требований. Акции и (или) облигации эмитента включены в список ценных бумаг на бирже ⁶
Форма выпуска и регистрации биржевых облигаций	— Допуск к обращению на Белорусской валютно-фондовой бирже. — Учет прав, хранение — в РУП «Республиканский центральный депозитарий ценных бумаг»	Размещение и обращение только в торговой системе фондовой биржи	— Допуск на биржу, открытая подписка. — Только право на получение номинальной стоимости (номинала и %). — В документарной форме на предъявителя с обязательным централизованным хранением. — Выплата только денежными средствами. — Размещение завершено в срок

¹ Пункт 1.10 Указа Президента РБ № 277.

² Постановление Агентства РК № 269. В ст. 16 Закона о рынке ценных бумаг РК указывается, что «требования, предъявляемые к облигациям со сроком обращения не более двенадцати месяцев, допускаемым (допущенным) к обращению на фондовой бирже, устанавливаются нормативным правовым актом уполномоченного органа», однако по состоянию на начало 2016 г. данный правовой акт отсутствует в утвержденном виде.

³ Статья 27.5-2 Закона о рынке ценных бумаг РФ.

⁴ Не предъявляются общие требования к проспектам выпуска эмиссионных ценных бумаг (п. 9, ст. 9 Закона о рынке ценных бумаг РК).

⁵ За исключением банка и небанковской кредитно-финансовой организации, нормативный капитал которых составляет соответственно не менее 1 млн базовых величин и не менее 500 тыс. базовых величин.

⁶ Правила листинга ЗАО «ФБ ММВБ». Не применяется к биржевым облигациям, размещенным в рамках Программы биржевых облигаций.

Условия эмиссии отличаются по странам ЕАЭС уровнем детализации.

В Армении меньшая детализация процедур выпуска объясняется меньшим количеством видов эмиссионных ценных бумаг¹.

В Казахстане эмиссия облигаций характеризуется большим количеством условий, предусмотрены особенности выпуска для ипотечных², агентских, инфраструктурных облигаций, исламских ценных бумаг³.

Беларуси свойственно детализированное по видам ценных бумаг описание процедуры эмиссии, в том числе на уровне подзаконных актов⁴.

Так, по акциям регламентируется порядок заключения дополнительных договоров с профессиональными участниками, раскрытия информации (в случае размещения на фондовой бирже), внесения изменений в устав, проведение закрытой подписки (при распределении среди акционеров), заключение обязательного договора на депозитарное обслуживание эмитента (при создании общества) и т.д.

На рынке облигаций отдельно указываются этапы для проведения открытой (через биржу) или закрытой продажи. При принятии эмитентом решения о выпуске облигаций в бездокументарной форме требуется заключение договора на депозитарное обслуживание эмитента.

В России — отдельная процедура эмиссии — только для выпуска акций при создании акционерных обществ. В отличие от Беларуси она включает обязательный этап — принятие решения о размещении ценных бумаг при учреждении акционерного общества и не требует обязательного заключения договора на депозитарное обслуживание.

Ограничительные условия эмиссии в странах ЕАЭС

Акции

Эмиссия акций обустроена меньшими ограничениями. Общее условие — дополнительный выпуск / размещение акций осуществляется в пределах объявленного в уставе количества и после полной оплаты размещенных ранее выпусков (Россия, Казахстан, Армения).

В Кыргызстане возможности дополнительного выпуска акций ограничиваются условием регистрации итогов размещения предыдущего выпуска⁵. В России — дополнительная защита прав инвесторов: размещение — после предоставления инвесторам полного доступа к информации, содержащейся в проспекте ценных бумаг.

¹ См. пп. 1.7.2.

² Облигация, обеспеченная залогом прав требования по договорам ипотечного займа (включая залог ипотечных свидетельств), а также иных высоколиквидных активов, перечень которых устанавливается нормативным правовым актом уполномоченного органа (п. 39 ст. 1 Закона о рынке ценных бумаг РК).

³ Статьи 18, 18-1 Закона о рынке ценных бумаг РК.

⁴ Выпуск акций при создании, открытая подписка на дополнительный выпуск акций, открытая продажа дополнительного выпуска акций, распределение среди акционеров (выпуск за счет источников собственных средств и выпуск за счет средств акционеров).

⁵ Пункт 4 ст. 22 Закона об акционерных обществах КР.

Облигации

Больше ограничений и различий между странами. До вступления в силу изменений в Закон о рынке ценных бумаг РФ, снимающих ряд ограничений¹, условия выпуска облигаций по странам ЕАЭС были практически идентичны (за исключением Казахстана, отчасти Беларуси). А именно выпуск облигаций разрешался: после полной оплаты уставного капитала; при непревышении номинальной стоимости всех облигаций уставного капитала общества (предоставленного обеспечения); при отсутствии обеспечения — выпуск не ранее третьего года и при утверждении годовой бухгалтерской отчетности за два завершённых финансовых года².

С 2013 г. в России осталось одно ограничение — полная оплата уставного капитала³. В остальных странах названные ограничения сохраняются.

В Казахстане условия выпуска облигаций различаются в зависимости от наличия или отсутствия другого обращаемого выпуска облигаций.

В общем случае⁴ для выпуска облигаций необходимо выполнение следующих условий⁵:

- 1) отсутствие случаев несвоевременного исполнения или неисполнения условий выпуска ценных бумаг (за исключением акций), делистинга;
- 2) кредитный рейтинг одного из рейтинговых агентств⁶;
- 3) непревышение эмитентом (по итогам последнего отчетного квартала) нормативного значения коэффициента задолженности, установленного регулятором.

В случае, если у эмитента уже имеется другой обращаемый выпуск облигаций, достаточно выполнения одного из условий, указанных выше.

В процессе обращения облигаций к эмитенту предъявляются особые требования, направленные на защиту прав кредиторов⁷. В течение срока обращения облигаций эмитент не вправе⁸:

- 1) отчуждать входящее в состав активов эмитента имущество на сумму более 25% от общей стоимости его активов на дату отчуждения;
- 2) допускать неисполнение обязательств, не связанных с выпуском облигаций, более чем на 10% от общей стоимости активов эмитента на дату государственной регистрации выпуска;

¹ Статья 27.5-4 Закона о рынке ценных бумаг РФ в ред. Федерального закона от 29 декабря 2012 г. № 282-ФЗ.

² Эти ограничения содержатся в ст. 114 Гражданского кодекса Армении, ст. 27 Закона об акционерных обществах КР.

³ Статья 27.5-4 Закона о рынке ценных бумаг РФ.

⁴ Кроме национального управляющего холдинга, специальной финансовой компании (ст. 15 Закона о рынке ценных бумаг РК).

⁵ За исключением эмитента инфраструктурных облигаций.

⁶ В соответствии с п. 13 постановления Агентства РК № 269: минимальный кредитный рейтинг эмитента — резидента Республики Казахстан для государственной регистрации выпуска облигаций — не ниже «В» по международной шкале агентства Standard & Poor's или рейтинговой оценки аналогичного уровня одного из других рейтинговых агентств.

⁷ Пункт 2 ст. 15 Закона о рынке ценных бумаг РК.

⁸ Не распространяется на: 1) организацию при проведении ею реструктуризации обязательств в случаях, предусмотренных законами Республики Казахстан; 2) банк или организацию, осуществляющую отдельные виды банковских операций (ст. 15 Закона о рынке ценных бумаг РК).

3) вносить изменения в учредительные документы эмитента, предусматривающие изменение основных видов его деятельности;

4) изменять свою организационно-правовую форму¹.

В Беларуси действуют специфические условия выпуска облигаций для банков, страховых организаций, акционерных обществ, в которых увеличивается только доля государства. Установлен запрет на использование средств на цели, не указанные в решении о выпуске и (или) проспекте эмиссии облигаций². В отличие от других стран предусмотрен расширенный перечень видов обеспечения облигаций и предметов залога³. Порядок и способы обеспечения исполнения обязательств эмитента и случаи эмиссии необеспеченных облигаций устанавливаются Президентом. По виду обеспечения устанавливаются ограничения по размеру эмиссии облигаций⁴.

В странах различаются допустимые объекты залога по облигациям. Например, объектом залога в России могут быть ценные бумаги и недвижимое имущество⁵, в Беларуси допускается использовать транспортные средства⁶. В Кыргызстане обеспечением облигаций не могут служить только нематериальные активы⁷.

Продолжительность процедуры размещения

Продолжительность размещения ценных бумаг по странам существенно не различается. Возможные варианты — не более одного года (Россия⁸, Кыргызстан⁹,

¹ Статья 16 Закона о рынке ценных бумаг РК.

² Статья 22 Закона о рынке ценных бумаг РБ.

³ В качестве обеспечения по облигациям в Беларуси рассматривается: залог, поручительство, банковская гарантия, право требования по кредитам, выданным банками на жилищное строительство, договор страхования ответственности (гл. VII п. 67 Инструкции Минфина Республики Беларусь № 146). Для сравнения: в России — это залог, поручительство, банковская, государственная или муниципальная гарантия (ст. 27.2 Закона о рынке ценных бумаг РФ).

⁴ При обеспечении залогом — в размере не более 80% стоимости залога; поручительством — в размере поручительства, не превышающем стоимости чистых активов (размера нормативного (собственного) капитала) поручителя, банковской гарантией — в размере банковской гарантии; правом требования по кредитам, выданным банками на жилищное строительство — в размере не более 70% основной суммы долга по кредитам; договором страхования ответственности за неисполнение (ненадлежащее исполнение) обязательств эмитента облигаций — в размере, не превышающем стоимости чистых активов эмитента облигаций, рассчитанной надлежащим образом (п. 67 Инструкции Минфина Республики Беларусь № 146).

⁵ Только бездокументарные ценные бумаги, обездвиженные документарные ценные бумаги, недвижимое имущество и денежные требования по обязательствам, в том числе денежные требования, которые возникнут в будущем из существующих или из будущих обязательств. Нормативными актами ЦБ РФ может быть установлен перечень иного имущества (в том числе прав требований), которое может быть предметом залога по облигациям (ст. 27.3 Закона о рынке ценных бумаг РФ).

⁶ Пункт 67 Инструкции Минфина Республики Беларусь № 146.

⁷ Пункт 37 Положения о выпуске № 275 КР.

⁸ С даты государственной регистрации выпуска (ст. 24 Закона о рынке ценных бумаг РФ).

⁹ Статья 15 Положения о порядке регистрации выпуска акций, условий публичного предложения акций, проспекта и итогов выпуска акций, утв. постановлением Правительства Кыргызской Республики от 31 мая 2011 г. № 265 (в ред. от 11 апреля 2014 г.) (далее — Положение о выпуске акций № 256 КР), пп. 49 Положения о выпуске № 275 КР.

Армения¹), не более шести месяцев с возможностью продления еще на шесть месяцев (Беларусь²) и без такой возможности (Казахстан³). Указанные сроки часто вводятся для отдельных категорий ценных бумаг⁴.

1.7.3.2. Обращение ценных бумаг

В Беларуси, Казахстане и России⁵ в законодательстве определены формы организации биржевой торговли: фондовые биржи и торговые системы (в Казахстане — котировочные организации, что не меняет сути данного института⁶).

В Беларуси эти понятия не уточняются в подзаконных актах, а биржевой рынок сводится к ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа»⁷.

Ограничения на обращение ценных бумаг

Различаются по странам. Только в России описана система условий (а не запретов) допуска бумаг к публичному обращению.

В Армении запрещено обращение ценных бумаг, допущенных к торгам биржей, на внебиржевом рынке⁸. Не предусмотрено организованное обращение доконтментарных ценных бумаг и ценных бумаг на предъявителя⁹.

Биржевое обращение ценных бумаг¹⁰ возможно с предварительного согласия центрального банка, который ведет регистрацию акционеров (участников) компаний, желающих получить доступ к торгам¹¹.

¹ В общем случае устанавливается решением эмитента о выпуске без ограничения законодательством максимального срока, ст. 35 Закона об акционерных обществах РА. Однако в случае открытой подписки и регистрации проспекта эмиссии установлен срок действия проспекта эмиссии в 12 месяцев, в течение которых возможно размещение (ст. 15 Закона о рынке ценных бумаг РА).

² Пункты 10, 11 Инструкции Минфина Республики Беларусь № 146.

³ Пункт 13 Постановления № 268 РК.

⁴ Россия — при размещении по подписке, а также при распределении среди акционеров. Эмитент вправе продлить указанный срок, но не более чем на три года, Кыргызстан — для акций при публичном размещении со дня государственной регистрации условий, Беларусь — открытая и закрытая подписка. Открытая продажа акций — 60 дней, Казахстан — только для объявленных акций. Для облигаций — не установлено.

⁵ Статьи 2, 9, 12 Федерального закона от 21 ноября 2011 г. № 325-ФЗ «Об организованных торгах».

⁶ Пункты 89, 90 ст. 1 Закона об акционерных обществах РК.

⁷ Пункт 3 гл. 1 Инструкции Минфина РБ № 112.

⁸ За исключением: 1) частных сделок, т.е. сделок, стороны которых заранее известны; закрытое размещение; 2) сделок, совершаемых андеррайтерами в рамках размещения ценных бумаг; 3) случаев допуска к торговле и продажи на другом регулируемом рынке ценной бумаги, допущенной к торговле на рынке. Если какая-либо сделка, составляющая исключение в случаях, указанных выше, совершается за пределами рынка лицом, оказывающим инвестиционные услуги, или через него, то последнее обязано представить оператору цену и описание этой сделки (ст. 129 Закона об акционерных обществах РА).

⁹ Статья 7 Закона о рынке ценных бумаг РА.

¹⁰ Статья 121 Закона о рынке ценных бумаг РА.

¹¹ Правила листинга NASDAQ OMX РА.

Запреты на внебиржевую торговлю акциями и облигациями публичных обществ установлены в Беларуси¹ и Кыргызстане². В России — только запрет на обращение акций акционерного общества, не являющегося публичным³.

Как правило, обращение облигаций ограничивается в большей степени. Стандартно: выполнение условия полной оплаты облигаций до начала обращения, завершения эмиссии и регистрации выпуска (проспекта) — Беларусь⁴, Россия⁵, Армения⁶.

Для биржевых облигаций (Россия, Казахстан⁷, Беларусь) возможно только биржевое обращение.

В остальных случаях ограничения разнятся. В Казахстане на эмитента, выпустившего облигации, налагается ряд ограничений на всем протяжении их обращения (отчуждение имущества, реорганизация, неисполнение обязательств)⁸. Цель — защита прав кредиторов. Нарушение условий влечет появление у владельцев облигаций права их обратной продажи⁹. Этот же принцип действует в отношении инфраструктурных облигаций¹⁰. За регулятором закрепляется право на блокировку обращения облигаций¹¹.

В некоторых странах вводятся расширенные требования по совершению сделок с ценными бумагами не только на организованном рынке, но и через профессиональных участников (брокеров-дилеров)¹². При этом сделки могут совершаться как на биржевом, так и внебиржевом рынке.

В Беларуси ограничения более емкие — профессиональные участники могут совершать сделки между собой только на биржевом рынке, только на нем могут совершаться сделки репо и сделки с акциями, за исключением участия государства, операций акционеров того же акционерного общества¹³.

¹ «Сделки купли-продажи акций ОАО при их обращении совершаются только на организованном рынке». Исключения: одной из сторон сделок выступает государство, осуществляется выкуп акций акционерами данного общества (ст. 26 Закона о рынке ценных бумаг РБ).

² Сделки по купле-продаже (мене) публично предлагаемых ценных бумаг, а также акций ОАО осуществляются на фондовой бирже (ст. 39 Закона о рынке ценных бумаг КР).

³ А также ценных бумаг такого общества, конвертируемых в его акции, в том числе их предложение неограниченному кругу лиц.

⁴ Статья 25 Закона о рынке ценных бумаг РБ.

⁵ Также до завершения всех процедур эмиссии, в том числе прохождения государственной регистрации.

⁶ Статья 119 Закона о рынке ценных бумаг РА.

⁷ Статья 16 Закона о рынке ценных бумаг РК. Имеются в виду близкие по содержанию краткосрочные облигации

⁸ См.: «Выпуск и размещение ценных бумаг», а также ст. 15 Закона о рынке ценных бумаг РК.

⁹ Статья 18-1 Закона о рынке ценных бумаг РК.

¹⁰ Не допускается изменение условий концессионного соглашения, которое может повлечь ущемление прав и интересов держателей облигаций, либо допускается с согласия всех держателей инфраструктурных облигаций или их представителей.

¹¹ Статья 29 Закона о рынке ценных бумаг РК.

¹² В России это положение относится только к ценным бумагам, предназначенным для квалифицированных инвесторов. Исключения — сделки между квалифицированными инвесторами, а также приобретение / отчуждение в рамках правопреемства, ликвидации и др. (ст. 27.6 Закона о рынке ценных бумаг РФ).

¹³ За исключением: размещения акций; сделок, стороной по которым выступает Республика Беларусь или ее административно-территориальная единица; совершаемых в связи с выкупом акционерным

Включение в котировальные списки

Ценные бумаги, допущенные организатором к торгам, группируются по спискам. Общим для стран ЕАЭС является выделение котировальной и некотировальной части списков («свободный рынок»¹ в Армении, «внесписочные бумаги» в Беларуси², «нелистинговые ценные бумаги» в Казахстане, «третья категория» в Кыргызстане).

Котировальные списки делятся на два уровня: («первый» и «второй» в России, Казахстане, «наивысшая категория» и «StartUp» в Кыргызстане, «котировальный лист А и Б» в Беларуси, «главный» и «средний» список в Армении).

В котировальном списке первого уровня могут выделяться подуровни (например, «International Listing» и «Blue Chips» в Кыргызстане).

Условия включения в списки различаются по странам (табл. 1.58).

Акции — первый список

В Армении, Беларуси, Казахстане регламентируется размер собственного капитала (стоимости чистых активов эмитента), минимальное количество акционеров. В Кыргызстане, России — объем выпуска или рыночная стоимость эмитента (табл. 1.58).

Минимальный срок деятельности эмитента не установлен только в России, в остальных странах — три года, со снижением в котировальном списке второго уровня. То же в отношении условия безубыточной деятельности эмитента.

Доля акций в свободном обращении установлена в трех странах из двух (в Беларуси — по крупнейшему акционеру), однако диапазон широкий — 5–15%. В России — отдельно для привилегированных акций. Только в России сделан акцент на рыночные характеристики эмитента (рыночная капитализация, обращаемость акций).

Таблица 1.58. Условия листинга: первый список, акции¹

Критерии	Армения	Беларусь ²		Казахстан ³	Кыргызстан ⁴		Россия ⁵
	Общий	1-й	2-й	Общий	1-й	2-й	Общий
Собственный капитал / СЧА, (минимум)	1 млрд драм (2 млн долл.)	10 млн евро ⁶ (11 млн долл.)	5 млн евро (4,5 млн долл.) / 1 млн евро ⁷ (0,9 млн долл.)	5 млрд тенге (13,8 млн долл.)	х	х	х

обществом акций собственного выпуска по требованию акционеров; по приобретению акционерным обществом акций собственного выпуска инвестору на условиях, предусмотренных бизнес-планом; сделок, совершаемых по решению Президента Республики Беларусь (п. 8. гл. 2 Инструкции Минфина Республики Беларусь № 112).

¹ В список «свободный рынок» могут быть включены инструменты денежного рынка со сроком погашения до одного года, в том числе облигации и другие краткосрочные долговые инструменты. Не могут быть допущены компании, которые находятся на стадии ликвидации, в том числе по причине банкротства.

² В Беларуси осталась структура листинга наподобие российской, действовавший до середины 2014 г.

1. Финансовые рынки Евразии: как они устроены

Окончание табл. 1.58

Критерии	Армения	Беларусь ²		Казахстан ³	Кыргызстан ⁴		Россия ⁵
	Общий	1-й	2-й	Общий	1-й	2-й	Общий
Деятельность (минимум лет)	3	3	1	3	3	1	х
Акционеры (минимальное количество)	100	1000	500	200	х	х	х
Чистая прибыль	За три года	Итог двух лет из трех	х	За один год из двух лет	За год или по сумме трех лет	х	
Финансовая отчетность	Аудируемая, три года	х	х	МСФО / СФО США ⁸	МСФО ⁹	Аудируемая, три года	
Доля акций в свободном обращении, % (минимум)	15	Одно лицо — не более 75% обыкновенных акций ¹⁰	х	5	х	х	10 (обыкновенных акций), 50% привилегированных акций
Объем выпуска / Рыночная стоимость (минимум)	х	х	х	IPO — 1,25 млрд тенге (3,45 млн долл.)	20 млн сом (0,27 млн долл.)	10 млн сом (0,134 млн долл.)	обыкновенные акции — 3 млрд руб. (38,6 млн долл.), привилегированных акций — 1 млрд руб. (12,9 млн долл.)

¹ Значения в долларах пересчитаны по курсам национальных валют к доллару США на 16 февраля 2016 г.

² Правила листинга ценных бумаг в ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа» от 5 марта 2009 г. (в ред. от 26 января 2015 г.) (далее — Правила листинга ОАО «БВФБ»).

³ Отдельные листинговые требования для «долговых ценных бумаг субъектов квазигосударственного сектора, исламских ценных бумаг, исламских сертификатов участия» (Правила листинга KASE).

⁴ Для включения облигаций акции эмитента должны находиться в Официальном списке Биржи наивысшей категории «IL» — International Listing. Второй уровень первого списка — «BlueChips» (Правила листинга КФБ).

⁵ Отдельные требования для российских депозитарных расписок (РДР), биржевых облигаций (Правила листинга Московской биржи).

⁶ Нормативный капитал банка, небанковской кредитно-финансовой организации — не менее 25 млн евро.

⁷ Нормативный капитал банка — не менее 25 млн евро, небанковской кредитно-финансовой организации — не менее 1 млн евро.

⁸ Аудитор входит в перечень признаваемых KASE — не менее чем за последние три года.

⁹ Независимый аудитор должен быть признан Биржей.

¹⁰ За исключением принадлежащих государству.

1.7. Рынки ценных бумаг стран ЕАЭС

Облигации — первый список

Дополнительно для включения ценных бумаг в котировальные списки первого уровня предъявляются требования в Беларуси¹, Казахстане², Кыргызстане³. В России — требования корпоративного управления, эмитент акций должен находиться на обслуживании в расчетном депозитарии⁴, а эмитент облигаций — иметь кредитный рейтинг⁵ (табл. 1.59).

Таблица 1.59. Условия листинга: первый список, облигации¹

Критерий	Армения	Беларусь ²		Казахстан ³	Кыргызстан ⁴		Россия ⁵
	Общий	1-й	2-й	Общий	1-й	2-й	Общий
Собственный капитал / СЧА, (минимум)	х	10 млн евро ⁶ (11 млн долл.)	5 млн евро (4,5 млн долл.) / 1 млн евро ⁷ (0,9 млн долл.)	х	х	50 млн сом (0,67 млн долл.)	Обеспечение ⁸
Деятельность (минимум лет)	3	3	1	2	3	1	3 ⁹
Чистая прибыль	х	Итог двух лет из трех	х	х	За год или по сумме трех лет		Два года из трех лет
Финансовая отчетность	Аудируемая, два года	х		МСФО / СФО США ¹⁰	МСФО ¹¹		Аудируемая, три года
Объем выпуска (минимум)	500 млн драм (1 млн долл.)	х		х	100 млн сом ¹² (1,34 млн долл.)	10 млн сом (0,134 млн долл.)	2 млрд руб. Номинал — 50 тыс. руб. (643 долл.)

¹ Значения в долларах пересчитаны по курсам национальных валют к доллару США на 16 февраля 2016 г.

² Для эмитентов облигаций также действует правило: одно лицо — не более 75% обыкновенных акций для включения их ценных бумаг в котировальный лист первого списка первого уровня (Правила листинга ОАО «БВФБ»).

³ Приведены общие требования к группе «иные долговые ценные бумаги». Для долговых ценных бумаг выделяются категории по видам: «долговые ценные бумаги субъектов квазигосударственного сектора»,

¹ Изменение информации об эмитенте, его уставе, деятельности, его ценных бумагах; бухгалтерская отчетность, экономические показатели, существенные события.

² Для акционерных обществ — резидентов, для нерезидентов — аналогичный документ в соответствии с законодательством. Отсутствие в учредительных и эмиссионных документах норм, ограничивающих права собственников ценных бумаг на их отчуждение (передачу).

³ Дополнительно — независимый реестродержатель, отсутствие задолженности по исполнению обязательств по ценным бумагам, отсутствие в уставе ограничений на их обращение, раскрытие бирже информации.

⁴ За исключением случаев размещения ценных бумаг.

⁵ У эмитента или поручителя.

1. Финансовые рынки Евразии: как они устроены

«иные долговые ценные бумаги», «буферная категория». «Долговые ценные бумаги государственного сектора» — менее жесткие требования: составление финансовой отчетности по МСФО за последние три года, отсутствие в эмиссионных и учредительных документах норм, ущемляющих права собственников ценных бумаг на их отчуждение (передачу). В «буферную категорию» попадают долговые ценные бумаги эмитента в случае дефолта по выплате вознаграждения по своим обязательствам, а также в случае принятия эмитентом решения о реструктуризации обязательств.

⁴ Для включения облигаций акции эмитента должны находиться в Официальном списке Биржи высшей категории «IL» — International Listing. Второй уровень первого списка — «BlueChips».

⁵ Отдельные требования для РДР, биржевых облигаций (Правила листинга Московской биржи).

⁶ Нормативный капитал банка, небанковской кредитно-финансовой организации — не менее 25 млн евро.

⁷ Нормативный капитал банка — не менее 25 млн евро, небанковской кредитно-финансовой организации — не менее 1 млн евро.

⁸ Залог, поручительство, банковская, государственная или муниципальная гарантия, если выпуск превышает размер уставного капитала.

⁹ Или существование поручителя.

¹⁰ Аудитор входит в перечень признаваемых KASE — не менее чем за последний год (для секьюритизированных долговых ценных бумаг и инфраструктурных облигаций не требуется).

¹¹ Независимый аудитор должен быть признан Биржей.

¹² Дополнительно для акций — размещены на сумму не менее 90%, не менее 50% размещены публично.

Акции, облигации — второй список

Менее жесткие требования. Только в России прослеживается акцент на рыночные характеристики эмитента (рыночная капитализация, обращаемость акций, корпоративное управление). Выделяется Армения с требованиями free-float эмитента в размере 10%. Количественные ориентиры существенно различаются по странам (табл. 1.60).

Таблица 1.60. Условия листинга: второй список¹

Условия	Армения		Кыргызстан		Россия ²	
	Акции	Облигации	Акции	Облигации	Акции	Облигации
Собственный капитал (минимум)	500 млн драм (1 млн долл.)	x	10 млн сом (0,134 млн долл.) — акции	x	x	
Деятельность (минимум лет)	3	2	x	1	1 ³	
Аудируемая финансовая отчетность	За три года	За один год	x	За один год		
Чистая прибыль	x	x	За 2 последних года	x	За один год из трех лет	
free-float	10%	x	x	x	x	

Условия	Армения		Кыргызстан		Россия ²	
	Акции	Облигации	Акции	Облигации	Акции	Облигации
Объем выпуска / Рыночная стоимость (минимум)	250 млн драм (0,5 млн долл.)	х	10 млн сом (0,134 млн долл.) — облигации	Обыкновенные акции — 1 млрд руб. (12,9 млн долл.), привилегированные акции — 500 млн руб. (6,4 млн долл.)	500 млн руб. (6,4 млн долл.) Номинал — не менее 50 000 руб. (643 долл.)	
Дополнительно	х	х	Осуществление первичного размещения облигаций	Требования к КУ	Нет дефолта ⁴ , требования к КУ ⁵ , назначение представителя ⁶	

¹Значения в долларах пересчитаны по курсам национальных валют к доллару США на 16 февраля 2016 г. В Казахстане в законодательстве не выделяются первый и второй списки, деление — по категориям ценных бумаг. В Беларуси — только общие требования: прохождение процедуры эмиссии, раскрытие информации для включения как во второй котировальный список, так и в некотировальный.

² Отдельно — требования для облигаций с ипотечным покрытием, российских депозитарных расписок, биржевых облигаций.

³ То же.

⁴ Дефолт отсутствует, либо с момента прекращения обязательств по дефолту прошло не менее двух лет.

⁵ Наличие Совета директоров (независимые директора — не менее двух), комитета по аудиту, структурного подразделения, осуществляющего внутренний аудит, политики в области внутреннего аудита (положения о внутреннем аудите), в уставе — положения о том, что сообщение о проведении годового общего собрания акционеров должно быть сделано не менее чем за 30 дней до его проведения, в уставе либо во внутренних документах — положения о том, что информация о дате составления списка лиц, имеющих право на участие в собрании акционеров, раскрывается не менее чем за пять дней до такой даты.

⁶ В случае облигаций без обеспечения должен быть назначен представитель владельцев облигаций.

Некотировальные списки

Отдельных требований по видам ценных бумаг не предъявляется. Общим является выполнение эмитентом требований по раскрытию информации, соблюдению процедур допуска к размещению. В некоторых странах ограничивается размер выпуска (например, в Армении — не менее чем 100 млн драм (0,2 млн долл.¹)), период ведения эмитентом деятельности (в Армении — минимум один год).

Требования в России — централизованное хранение облигаций в ЦД²; принято решение эмитента об обращении с заявлением о листинге (для российских эмитентов) или зарегистрирован проспект, соблюдены другие условия допуска к публичному размещению.

¹ Значения в долларах пересчитаны по курсам национальных валют к доллару США на 16 февраля 2016 г.

² Для облигации на предъявителя с обязательным централизованным хранением.

1. Финансовые рынки Евразии: как они устроены

1.7.3.3. Сделки с крупными пакетами акций

Особому регулированию подлежат сделки с крупными пакетами акций, включающие механизм уведомления эмитента и его акционеров, предложение о выкупе акций (табл. 1.61).

Таблица 1.61. Сделки с крупными пакетами акций

Показатель	Армения	Беларусь ¹	Казахстан ²	Кыргызстан	Россия
Критерии крупной сделки (приобретатель — лицо и его аффилированные лица)	Приобретение значительного участия — прямое или косвенное приобретение 5, 10, 20, 50 или 75% и более уставного капитала ³	более 50% простых (обыкновенных) акций одного эмитента от их общего количества	30% или более голосующих акций общества	50% или более размещенных простых акций общества с учетом количества принадлежащих ему акций	Приобретение 30% общего количества обыкновенных акций и привилегированных акций публичного общества
Обязанности приобретателя	Обязан не позднее чем в течение четырех рабочих дней уведомить эмитента и Центральный банк о приобретении ⁴	До покупки — публикация в СМИ либо объявление иным образом неопределенному кругу лиц, в том числе путем подачи заявки на покупку акций в БЕКАС, предложения о покупке акций	Уведомление общества, уполномоченного органа о намерении приобретения. В течение 30 дней со дня приобретения публикация в СМИ предложения акционерам продать принадлежащие им акции общества	Не позднее чем за 30 дней до даты приобретения акций — письменное заявление с предложением о приобретении указанных акций с указанием цены их приобретения ^{5,6} обществу	При приобретении — в течение 35 дней ⁷ — обязательное предложение акционерам ⁸ (публичная оферта) о приобретении у них таких ценных бумаг ⁹ . В случае увеличения пакета до величины 95% по требованию других владельцев — выкуп их акции ¹⁰

¹ Глава 3 Инструкции Минфина РБ № 112.

² Статья 25 Закона об акционерных обществах РК.

³ Закон об акционерных обществах РА не содержит специальных правил приобретения крупных пакетов.

⁴ Статья 54 гл. 5 Закона о рынке ценных бумаг РА.

⁵ Особенности приобретения пакета акций банка, дающего право прямо или косвенно осуществлять контроль, регулируются отдельно. В случае если сделка клиента профессионального участника подпадает под действие ст. 44 Закона Кыргызской Республики «О банках и банковской деятельности в Кыргызской Республике», он обязан потребовать, а клиент предоставить письменное разрешение Национального банка Кыргызской Республики на совершение сделки (п. 38 Правил Правительства КР № 647).

⁶ Статья 74 Закона об акционерных обществах КР.

⁷ С момента внесения соответствующей приходной записи по лицевому счету (счету депо) или с момента, когда это лицо узнало или должно было узнать о том, что оно самостоятельно или совместно с его аффилированными лицами владеет указанным количеством таких акций.

⁸ Владельцам акций соответствующих категорий (типов) и владельцам эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в такие акции.

⁹ Статья. 84.2 гл. XI.1 Закона об акционерных обществах РФ.

¹⁰ Статья 84.7 гл. XI.1 Закона об акционерных обществах РФ.

1.7. Рынки ценных бумаг стран ЕАЭС

Правовой режим публичных поглощений более развит в российском законодательстве: понятие крупной сделки, добровольной и обязательной оферты. В случае увеличения пакета до величины более 95% — право владельца крупного пакета требовать выкупа принадлежащих другим владельцам акций (ценных бумаг, конвертируемых в акции)¹.

По остальным странам (Беларусь, Кыргызстан, Казахстан) установлены критерии крупной сделки и обязанности приобретателя крупного пакета уведомлять установленным в законодательстве способом о своем намерении эмитента и регулятора, обязательная оферта о выкупе акций у остальных акционеров (добровольная оферта отсутствует).

Различается размер пакета, признаваемого крупным (Беларусь, Кыргызстан — 50% от голосующих акций, Россия, Казахстан — 30%). Режим публичных поглощений в законодательстве Армении практически не раскрывается.

1.7.4. Институты рынка ценных бумаг — качественные и количественные оценки

Структура субъектов рынка ценных бумаг (профессиональных участников²) и инфраструктурных организаций схожа в странах ЕАЭС. Фондовые рынки построены на основе одинаковых моделей, но характеризуются рядом отличий. По разнообразию видов участников РЦБ, числу организаций, имеющих лицензии, лидерство принадлежит России.

Брокерско-дилерские организации

На российских участников приходится около 80% брокеров (табл. 1.62). В условиях ужесточения регулятивных требований число брокеров-дилеров сокращается во всех странах ЕАЭС (2013—2015 гг.). Максимальное сокращение численности — в РФ и Казахстане.

Таблица 1.62. Динамика числа брокерско-дилерских организаций

Показатель		Армения ¹	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
Лицензии, выданные регулятором на брокерскую деятельность	Сентябрь 2015	29	67	46	23	696
	июль 2013	30	79	57	н/д	931*
Изменение числа лицензий,%		-3	-15	-19	н/д	-25

* на 1 мая 2013 г.

¹ «Investment Service Providers».

Источники: Армения — Monetary Overview. Monthly Bulletin. Main Indicators of Financial Organizations. Central Bank of Armenia. October 2015; Беларусь — Департамент ценных бумаг Минфина Республики Беларусь; Казахстан — Национальный банк Республики Казахстан; Кыргызстан — Госфиннадзор Кыргызской Республики; Россия — Банк России.

¹ Статья 84.5 гл. XI.1 Закона об акционерных обществах РФ.

² В законодательстве стран ЕАЭС могут использоваться различные подходы к понятию «профессионального участника РЦБ», в частности, в РФ к ним не относятся клиринговые организации. В таблице использовано расширительное толкование термина, включено большее число участников РЦБ.

Инфраструктурные организации на РЦБ

По числу инфраструктурных участников РЦБ лидирует Россия. Среди других стран ЕАЭС заметна неравномерность. Несмотря на высокий уровень развития РЦБ в Казахстане в сравнении с другими странами ЕАЭС (за исключением РФ) (по капитализации, объему торгов и др.), структура профессиональных участников РЦБ Казахстана характеризуется более высоким уровнем концентрации и меньшим числом участников (меньшее число депозитариев, брокеров-дилеров, чем в Беларуси).

Страны отличаются по составу инфраструктурных организаций. В частности, трансфер-агенты как лицензируемые участники рынка созданы только в Казахстане. Российские трансфер-агенты действуют на основании брокерских и дилерских лицензий (без специальной лицензии). Содержание трансфер-агентских функций различается между странами. В России трансфер-агенты выполняют часть регистраторских функций. В Казахстане перечень их услуг шире: они также осуществляют посреднические функции в отношении других видов профессиональной деятельности (прием-передача документов по ПИФам в управляющие компании, от клиентов к брокерам, продажа ценных бумаг). Кыргызстан и РФ — единственные страны, не централизовавшие регистраторские функции в одной организации (табл. 1.63).

Таблица 1.63. Количество инфраструктурных организаций на РЦБ, июль — ноябрь 2015 г.

Показатель		Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
Трансфер-агенты		—	—	2 ¹	—	несколько сотен ² (не лицензируются)
Депозитарии ³	всего (без ЦД)	15 (отдельно не лицензируются)	35	10 (насто-дианы)	до 30	509, в том числе 39 специальных депозитариев
	банки	12	18	10	до 24	299
	не банки	3	15	—	3	210
Центральный депозитарий		1 (Центральный регистратор, ЦД, единственная клиринговая организация ⁴)	1	1	1 ⁵	1 ⁶
Регистраторы / Реестро-держатели			— (функции осуществляет Министерство финансов)	1	20	39
Клиринговые организации			1 (Биржа)	2 (Биржа, ЦД)	2 (по лицензии депозитария, в том числе биржа и ЦД)	5

Показатель	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
Организаторы торговли с ценными бумагами (фондовые биржи)	1	1	1	1	9

¹ Два трансфер-агента: АО «Казпочта» и АО «Народный сберегательный банк Казахстана».

² 1270 на 2011 г. Источник: Лансков П. П. Проблемы и перспективы учетной системы в условиях законодательного закрепления единственности номинального держателя в реестрах. Фонд «Инфраструктурный институт». 2011.

³ Частично совмещение с брокерско-дилерской деятельностью, в том числе кредитные организации, за исключением ЦД.

⁴ Без дополнительной лицензии.

⁵ ЗАО «Центральный депозитарий». Также ЗАО «КФБ» осуществляет депозитарное обслуживание ценных бумаг новой эмиссии, государственных ценных бумаг.

⁶ Небанковская кредитная организация ЗАО «Национальный расчетный депозитарий».

Подробнее о методологии составления таблицы — см. раздел 5.1.1.8.1 Отчета по 3-му этапу.

Источники: Армения — Monetary Overview. Monthly Bulletin. Main Indicators of Financial Organizations. Central Bank of Armenia. October 2015; Беларусь — Департамент ценных бумаг Минфина Республики Беларусь; Казахстан — Национальный банк Республики Казахстан; Кыргызстан — Госфиннадзор Кыргызской Республики; Россия — Банк России.

Коллективные инвестиции — один из наиболее неоднородных секторов РЦБ в ЕАЭС. В ряде стран ЕАЭС отсутствуют определенные виды институциональных инвесторов: паевые и акционерные инвестиционные фонды в Беларуси¹, НПФ и актуарии в Армении, Кыргызстане, Беларуси; несколько фондов банковского управления созданы в Беларуси и сохранились в РФ при запрете создания новых. В последние годы рынок коллективных инвестиций сужается. Так, в Казахстане средства НПФ консолидированы в Едином накопительном пенсионном фонде, частные пенсионные фонды исчезли. В РФ на 2014—2016 гг. «заморожены» средства пенсионных накоплений с неясными перспективами в условиях дефицита Пенсионного фонда РФ и постоянных коррекций пенсионной системы.

В области управления активами максимальное развитие в России (по числу УК, НПФ и инвестиционных фондов). Индустрия инвестиционных фондов РФ характеризуется высокой степенью «схемности» (использование фонда не как инвестиционного инструмента, а в целях оптимизации налогов, реструктуризации бизнеса, избежания излишней регулятивной нагрузки). Среди инвестиционных фондов высока роль фондов недвижимости. Рост числа фондов за последние годы в кризисных условиях связан исключительно с созданием закрытых ПИФ недвижимости. В других странах инвестиционные фонды развиты только в Казахстане (табл. 1.64).

¹ В стадии разработки закон об инвестиционных фондах (в Беларуси на 2016 год запланирована подготовка 28 законопроектов — Ипатов. Белорусское телеграфное агентство — БЕЛТА. 2015. 29 окт.).

1. Финансовые рынки Евразии: как они устроены

Таблица 1.64. **Институты коллективных инвестиций**

Показатель	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
Управляющие компании (инвестиционными фондами, пенсионными фондами, специальными фондами, доверительные управляющие и т.п.)	4	16 (12 банков, 4 небанковские брокерско-дилерские организации)	23	14 (в том числе 6 брокерско-дилерских организаций)	860 (из них 211 банков, 319 небанков)
<i>Фонды</i>					
НПФ	8	—	— (только ЕНПФ)	1 ¹	107
Инвестиционные фонды	3, а также 1 венчурный фонд	— (2 ОФБУ)	78 ПИФ, 26 АИФ	5 АИФ (9 инвестиционных фондов на конец 2014 г.г.)	4 АИФ, 3069 ПИФ, а также ОФБУ

¹ НПФ «Кыргызстан». В рамках Социального фонда Кыргызстана (аналог Пенсионного фонда РФ) действует Государственный накопительный пенсионный фонд, управляющий пенсионными накоплениями граждан Кыргызстана.

Подробнее о методологии составления таблицы см. пп. 5.1.1.8.1 Отчета по 3-му этапу.

Источники: Армения — Monetary Overview. Monthly Bulletin. Main Indicators of Financial Organizations. Central Bank of Armenia. October 2015; Беларусь — Департамент ценных бумаг Минфина Республики Беларусь; Казахстан — Национальный банк Республики Казахстан; Кыргызстан — Госфиннадзор Кыргызской Республики; Россия — Банк России.

Негосударственное пенсионное обеспечение получило меньшее развитие (единый государственный фонд Казахстана с 2014 г., единый фонд в Кыргызстане, начальная стадия формирования накопительной пенсионной системы в Армении, ее полное отсутствие в Беларуси) (табл. 1.65).

Таблица 1.65. **Накопительная система и пенсионные фонды**

Армения	РБ	Казахстан	Кыргызстан	Россия
С 2014 г. формируется накопительная пенсия. В планах создание трехуровневой системы (государственные трудовые пенсии, накопительные обязательные пенсии, накопительные пенсии за счет необязательных дополнительных взносов). С 2014 г. в накопительной пенсии участвуют все государственные служащие и впервые получившие работу, к июлю 2017 г. — все сотрудники частного сектора	нет	С 1998 г. создан накопительный компонент, с 2003 г. наряду с ЕНПФ в системе участвовали накопительные ПФ (обязательные и добровольные взносы на накопительную пенсию), но в ходе реформы были ликвидированы и их средства переданы в ЕНПФ с 2014 г. Законодательно предусмотрена возможность создания добровольных накопительных ПФ, но в настоящее время еще не созданы. Планируется введение дополнительного условно-накопительного компонента пенсии	Накопительная система с 2010 г. (обязательная — с 2014 г.) Только один негосударственный накопительный ПФ — НПФ «Кыргызстан». Обязательные накопления в государственном накопительном ПФ (Социальном фонде)	Накопительная пенсия (с 2004 г.), негосударственные пенсии (с 1992 г.); множественность НПФ

Соотношение банковских и небанковских финансовых институтов

РЦБ стран ЕАЭС характеризуются неоднородной структурой банковских и небанковских участников. Их соотношение примерно одинаково в России и Казахстане, в Беларуси доля банков среди брокеров немного ниже (табл. 1.66).

В Армении большинство брокеров банки, что обусловлено структурой рынка. Корпоративный сектор развит слабо, максимальный объем торгов приходится на государственные облигации¹.

В Кыргызстане сделки на РЦБ совершают только инвестиционные компании. Большинство банков с лицензиями брокеров не имеют статуса участника биржи. Единственный банк, участвовавший в торгах, — «Российско-Кыргызский «Аманбанк» (последняя сделка на бирже в 2008 г.)².

Таблица 1.66. Брокеры-дилеры ЕАЭС, сентябрь 2015 г.¹

Показатель	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
Количество небанковских финансовых организаций с брокерской лицензией	8	38	23	18	334
Количество банков с брокерской лицензией	21	29 (в том числе ЦБ)	23	5	362
Количество брокеров — членов фондовой секции биржи, в том числе	26	63	48	15	474
— центральный банк	1	1	1	—	1
— банк развития (без лицензии, созданный специальным законом)	—	—	1	—	—
— коммерческие банки	21	27	24	1	233
— инвестиционные компании (включая дочерние банков), НПФ (управляющие пенсионными активами), УК, депозитари	4	35	22	14	240
Доля банков среди организаций с брокерской лицензией, %	72	43	50	22	52
Доля банков среди членов фондовой секции биржи, %	85	44	54	7	49

¹ Если не указано иное.

Источники: Армения — Monetary Overview. Monthly Bulletin. Main Indicators of Financial Organizations. Central Bank of Armenia. November 2015; NASDAQ OMX Armenia. as of 11 September 2015.

Беларусь — Реестр лицензий Департамента ценных бумаг Минфина Республики Беларусь, на 20 августа 2015 г., список членов секции фондового рынка ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа» на 11 сентября 2015 г.

¹ Среди ценных бумаг. Максимальный объем торгов на NASDAQ OMX приходится на валюту. Источник: NASDAQ OMX. Market Data. 2015. Yearly.

² В Кыргызстане — заметное снижение активности торгов с 2009 г. Политические риски 2010 г., мировой кризис, сказавшийся на важнейших торговых партнерах страны, не способствовали восстановлению РЦБ.

1. Финансовые рынки Евразии: как они устроены

Казахстан — Список членов KASE на фондовом рынке (от 10 сентября 2015 г.); выданные лицензии — реестр на 1 августа 2015 г. Национального банка РК (с учетом аннулированных лицензий в августе 2015 г.)

Кыргызстан — Реестр выданных лицензий на профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг в Кыргызской Республике на 1 июля 2015 г. Государственной службы регулирования и надзора за финансовым рынком при Правительстве Кыргызской Республики; список участников торгов ЗАО «Кыргызская Фондовая биржа» на 11 сентября 2015 г. (исключено из списка ОсОО ИК «Ориент Кэпитал», лишенное лицензии в 2014 г.).

Россия — Реестр лицензий ЦБ РФ на 4 сентября 2015 г.; Список участников торгов Московской биржи на 10 сентября 2015 г. (участники торгов на Фондовом рынке ЗАО «ФБ ММВБ»).

1.7.5. Особенности регулирования институтов рынка ценных бумаг, налоговый режим для инвесторов¹

Модель регулирования

В Армении, Казахстане и России функции регулятора на РЦБ закреплены за центральными банками. В Кыргызстане — за Государственной службой регулирования и надзора за финансовым рынком. В Беларуси планируется наделение Национального банка Республики Беларусь функциями мегарегулятора на финансовом рынке².

Пруденциальный надзор

Используемые в странах ЕАЭС подходы к риск-ориентированному надзору неоднородны. В частности, в Беларуси, Казахстане, Кыргызстане и России оценка достаточности капитала брокеров-дилеров осуществляется на основе расчета чистого собственного капитала (активы за вычетом обязательств)³, в Армении — подход на основе Базельских принципов (соотношение капитала и взвешенных по риску активов). Норматив, применяемый в Армении, действует для инвестиционных компаний, имеющих право распоряжения средствами клиентов, и оценивает достаточность общего капитала по отношению к активам, взвешенным с учетом кредитного, рыночного и операционного рисков. В Казахстане также применяется иной подход к расчету пруденциального норматива для организаторов торговли — на основе соотношения собственного капитала и активов, взвешенных с учетом кредитного и операционного рисков⁴.

Различается и практика применения нормативов ликвидности для участников РЦБ. Нормативы ликвидности для брокеров-дилеров действуют в Беларуси, Кыргызстане и Казахстане (для организаторов торгов), в России рассматривается возможность введения показателя краткосрочной ликвидности для брокеров-дилеров.

¹ По состоянию на март 2015 г. (отдельные вопросы — ноябрь 2015 г.), если не указано иное. В Беларуси разрабатываются проекты нормативных актов, вносящие изменения в минимальный размер собственного капитала брокеров, дилеров, организаторов торговли, в требования к раскрытию информации (март 2016 г.).

² По состоянию на 13 ноября 2015 г. готовится проект указа Президента; по состоянию на март 2016 г. — процесс передачи полномочий НБ РБ отложен на год.

³ См.: Regulation 4/02 PA, постановление № 139 РБ, постановление № 146 РК, постановление № 41 РК; постановление № 467 КР; указание № 3329-У РФ.

⁴ Постановление № 41 РК.

Инфраструктурные институты

Во всех странах ЕАЭС созданы и функционируют центральные депозитарии, а также основные участники торговой, расчетно-клиринговой и учетной инфраструктуры (см. пп. 1.7.4). Вместе с тем есть различия в регулировании и подходах к лицензированию клиринговой деятельности (в том числе в требованиях к собственному капиталу), депозитарной и регистраторской деятельности.

Деятельность по организации торговли. Для стран ЕАЭС характерны отдельные различия в понятийном аппарате, роли и функциях организаторов торговли, порядке допуска нерезидентов и инструментов к торгам¹. Неоднородны требования к капиталу организаторов торговли: выше всего в Казахстане (в части уставного капитала), минимальные — в Кыргызстане².

Клиринговая деятельность, центральный контрагент (далее — ЦК). В Армении, Беларуси и Кыргызстане отсутствует институт ЦК как специального юридического лица, в Казахстане не определены полномочия ЦК, допускается совмещение функций ЦК с деятельностью биржи и ЦД³.

В Армении и Кыргызстане клиринговая деятельность отдельно не лицензируется. Функции клиринга в Армении могут выполнять ЦД и оператор регулируемого рынка (при торговле валютой), а в Кыргызстане — профессиональные участники РЦБ, осуществляющие депозитарную деятельность, а также биржа. Наиболее высокие требования к капиталу клиринговых организаций установлены в Казахстане. В России и Беларуси требования почти в 2—3 раза ниже⁴.

Депозитарная и регистраторская деятельность. В Армении и Казахстане функции регистратора централизованы, в Беларуси — отдельно не лицензируются и осуществляются Министерством финансов Республики Беларусь. В Кыргызстане и России регистраторы — это отдельные профессиональные участники РЦБ, при этом требования к их собственному капиталу различаются в 50 раз (между этими странами)⁵.

В Армении отсутствует отдельное лицензирование депозитарной деятельности (осуществляется инвестиционными компаниями и банками, предоставляющими инвестиционные услуги). В Казахстане кастодиальная деятельность⁶

¹ См. также Отчет о научно-исследовательской работе по 2-му этапу «Формирование единого биржевого пространства и централизация институтов учета и расчетов в рамках ЕЭП» (ООО «ИНФИ ПАРТАД»). С. 22.

² Здесь и далее по разделу размер требований указан по состоянию на ноябрь 2015 г. (пересчет по курсу валют стран ЕАЭС к рублю на март 2015 г.). Минимальные требования к собственному капиталу для организаторов торгов: РБ — 145 млн руб.; РК — 320 млн руб. (уставный капитал), 90 млн руб. (собственный капитал); КР — 24 млн руб.; РФ — 100 млн руб. (50 млн — для торговой системы). Источники: постановление № 139 РБ, постановления № 168 и № 41 РК, постановление № 467 КР, указание № 3329-У РФ.

³ См.: Отчет о научно-исследовательской работе по 2-му этапу «Формирование единого биржевого пространства и централизация институтов учета и расчетов в рамках ЕЭП» (ООО «ИНФИ ПАРТАД»). С. 25.

⁴ РБ — 145 млн руб.; РК — 320 млн руб. (уставный капитал); РФ — 100 млн руб. Источники — см. сноску 2.

⁵ КР — 1,9 млн руб., РФ — 100 млн руб. Источники: постановление № 467 КР, указание № 3329-У РФ. Подробнее о количестве регистраторов см. пп. 1.7.4.

⁶ Кастодиан — профессиональный участник РЦБ, осуществляющий учет финансовых инструментов и денег клиентов и подтверждение прав по ним, хранение документарных финансовых инструментов клиентов с принятием на себя обязательств по их сохранности и иную деятельность в соответствии с законодательными актами РК (п. 46 ст. 1 Закона о рынке ценных бумаг РК).

1. Финансовые рынки Евразии: как они устроены

осуществляется только при наличии банковской лицензии, а у брокеров есть право ведения счетов номинального держания, что относится к депозитарной деятельности. В Кыргызстане на законодательном уровне не определены правовые основы и требования к деятельности ЦД. Различаются и требования к собственному капиталу — в Беларуси и Кыргызстане установлены значительно более низкие требования к ЦД, не выделяются требования к расчетным депозитариям¹.

Торговые репозитарии созданы только в России и Казахстане.

Профессиональные участники рынка ценных бумаг

Понятие профессиональной деятельности на РЦБ в ЕАЭС неоднородно. Например, в Армении данное понятие не выделяется, в Беларуси используется понятие «профессиональная и биржевая деятельность на рынке ценных бумаг». Полное совпадение (для Беларуси, Казахстана, Кыргызстана и России) в вопросе отнесения деятельности к профессиональной — в отношении брокерской, дилерской деятельности и деятельности по управлению ценными бумагами. В остальных видах деятельности имеются различия (табл. 1.67).

Таблица 1.67. **Виды деятельности, относящиеся к профессиональной деятельности на РЦБ в странах ЕАЭС**¹

Показатель	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
Брокерская деятельность	+	+	+	+
Дилерская деятельность	+	+	+	+
Деятельность по управлению ценными бумагами	+	+	+	+
Депозитарная деятельность	+	+ ²	+	+
Регистраторская деятельность	нет	+ ²	+	+
Деятельность по организации торговли	+	+	+	нет
Клиринговая деятельность	+	+	нет	нет
Трансфер-агентская деятельность	нет	+	нет	нет ³
Деятельность инвестиционного фонда	нет	нет	+	нет

¹ «+» — означает, что деятельность относится к профессиональной деятельности на РЦБ; «нет» — не относится к профессиональной деятельности на РЦБ.

² ЦД является единственной организацией, осуществляющей депозитарную деятельность; в части регистраторской — это деятельность Единого регистратора.

³ Трансфер-агенты — это регистраторы, депозитарии и брокеры, привлекаемые регистратором, осуществляющим ведение реестра владельцев эмиссионных ценных бумаг, для выполнения части его функций (п. 1 ст. 8.1 Закона о рынке ценных бумаг РФ).

¹ Минимальный собственный капитал для депозитариев: РА — 37,5 млн руб. (при оказании инвестиционной компании услуг кастодиана); РБ — 22 млн руб. (для ЦД — 7,2 млн руб.), РК — фактический собственный капитал у ЦД 600 млн руб. (данные за 2014 г.); КР — 4,2 млн руб. (для ЦД отдельно не установлен); Россия — 15 млн руб. (расчетный депозитарий — 250 млн руб., специализированный депозитарий — 80 млн руб.), ЦД — 4 млрд руб. (Regulation 4/02 РА, постановление № 139 РБ, постановление № 467 КР, указание № 3329-У РФ).

Правовое регулирование брокерской, дилерской деятельности, деятельности по управлению ценными бумагами в странах ЕАЭС сопоставимо. Основные различия — в требованиях к капиталу:

— *специальные требования к уставному капиталу* и их дифференциация — в Армении, Казахстане, Кыргызстане; в Казахстане установлены максимально высокие в ЕАЭС требования¹;

— *требования к собственному капиталу брокеров*: максимальные требования в Казахстане (в 2 раза превышают максимальные российские, в 10–20 раз — других стран ЕАЭС); требования варьируются в зависимости от наличия права распоряжения средствами клиентов (Армения, Россия), права ведения счетов номинального держания (Казахстан), видов разрешенных операций, членства в СРО (Россия)²;

— *требования к собственному капиталу дилеров*: в Казахстане и Армении — максимальные требования в ЕАЭС³;

— *требования к собственному капиталу доверительных управляющих и управляющих компаний*: максимальные требования к доверительным управляющим — в Казахстане; требования для управляющих инвестиционными и пенсионными фондами сопоставимы для Казахстана и России, более низкие — в Армении и Кыргызстане⁴; в Кыргызстане, Казахстане и России есть дополнительные требования к капиталу инвестиционных фондов и НПФ⁵.

¹ Минимальные требования к уставному капиталу: РА — инвестиционные компании — 120 тыс. руб.; РК — брокеры-дилеры — 250 млн руб., управление активами — 250 и 190 млн руб. (с правом и без права привлечения добровольных пенсионных взносов), 500 млн руб. — с правом привлечения добровольных взносов и при совмещении с брокерской-дилерской деятельностью; КР — профессиональные участники РЦБ — 3,3 млн руб. Источники: Regulation 4/02 РА, постановление № 139 РБ, постановление № 168 РК, постановление № 467 КР.

² РА — 2,5 и 6,2 млн руб. (без права и с правом распоряжения средствами клиентов); РБ — 2,2 млн руб.; РК — 60 и 42 млн руб. (без права и с правом распоряжения средствами клиентов); КР — 3,3 млн руб.; РФ — от 3 (клиентский брокер) до 35 млн руб. (с правом использования средств клиента и совершения сделок за его счет, для членов СРО — 15 млн руб.). Источники: Regulation 4/02 РА, постановление № 139 РБ, постановление № 146 РК, постановление № 467 КР, указание № 3329-У РФ.

³ РА — 37,5 млн руб. (сделки от своего имени и за свой счет и (или) гарантированное размещение ценных бумаг); РБ и РК — см. требования для брокеров выше; КР — 1,4 млн руб.; РФ — 3 млн руб. Источники: Regulation 4/02 РА, постановление № 139 РБ, постановление № 146 РК, постановление № 467 КР, указание № 3329-У РФ.

⁴ РА — 6,2 млн руб. для доверительных управляющих, 62 и 25 млн руб. для управляющих обязательными и добровольными пенсионными фондами; РБ — 36 млн руб.; РК — 84 млн руб.; КР — 5 млн руб. для доверительных управляющих, от 10 до 50 млн руб. для УК НПФ в зависимости от объема средств; РФ — 35 млн руб. для доверительных управляющих (5 млн — для членов СРО), 80 млн руб. — для УК инвестиционными фондами и НПФ (с 1 сентября 2016 г. для УК снижены до 10 млн руб. при ужесточении требований к активам при расчете капитала). Источники: Regulation 10/02 РА, постановление № 139 РБ, постановление № 146 РК, постановление № 467 КР, указание № 3329-У РФ, указание № 4075-У.

⁵ РК — 84 млн руб. (более высокие при активах выше 13 млрд руб.); КР — 1 млн руб. для инвестиционных фондов — юридических лиц, с 2017 г. 40 и 76 млн руб. — для НПФ (для негосударственного и обязательного пенсионного обеспечения); РФ — 35 млн для акционерных инвестиционных фондов, 120 млн руб. (150 млн руб. — с 2020 г.) — для НПФ. Источники: постановление № 236 РК, постановление № 467 КР, постановление № 723 КР, Приказ № 09-32/пз-н РФ, 75-ФЗ РФ.

Саморегулируемые организации

Наиболее активную роль СРО играют на российском рынке, где членство в СРО стало обязательным (брокеры, дилеры, управляющие, депозитарии, регистраторы, акционерные инвестиционные фонды, УК инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и НПФ, специализированные депозитарии)¹.

В Беларуси, Казахстане и Кыргызстане СРО предусмотрены законодательством, но для институтов рынка ценных бумаг участие в СРО не является обязательным, а сами СРО играют менее значимую роль в регулировании рынка. В Армении понятие СРО на РЦБ не предусмотрено.

Налоговый режим для инвесторов²

Для стран ЕАЭС характерны высокая налоговая нагрузка в экономике, острая потребность в налоговом стимулировании прямых инвестиций, внутреннего спроса на финансовые активы.

Налоговые ставки по доходам физических и юридических лиц на финансовых рынках в странах ЕАЭС сопоставимы. В то же время объем налоговых льгот для инвесторов значительно различается.

Налоговый режим в Казахстане выгоден для инвесторов. Налогам на доходы резидентов не облагаются дивиденды, проценты, прирост курсовой стоимости по государственным ценным бумагам и ценным бумагам, имеющим листинг на фондовой бирже, и (или) при длительном владении акциями. Освобождены от налогов процентные доходы и прирост курсовой стоимости по агентским облигациям (облигациям финансовых институтов развития). Введены специальные льготы в МФЦ (см. пп. 1.10.4).

В других странах ЕАЭС ситуация со льготами по доходам на финансовом рынке неоднородна. Например, в России действует наиболее ограниченный среди всех стран ЕАЭС объем налоговых стимулов (имеются льготы только в рамках инвестиционного налогового вычета, при 5-летнем владении акциями, при однолетнем владении ценными бумагами высокотехнологичного (инновационного) сектора экономики³). В Беларуси — льготы для юридических лиц по

¹ СРО должны разрабатывать проекты базовых стандартов по управлению рисками, корпоративному управлению, внутреннему контролю, защите прав и интересов физических и юридических лиц — получателей финансовых услуг, оказываемых членами СРО, совершения операций на финансовом рынке (Федеральный закон от 13 июля 2015 г. № 223-ФЗ «О саморегулируемых организациях в сфере финансового рынка и о внесении изменений в статьи 2 и 6 Федерального закона «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации»).

² На март 2015 г. См. раздел 4.1.3.7 Отчета по 2-му этапу.

³ Инвестиционный налоговый вычет по подоходному налогу для физических лиц предоставляется в отношении одного из вариантов: 1) положительного финансового результата от погашения (реализации) ценных бумаг, обращающихся на организованном рынке, при владении ими не менее трех лет; 2) в сумме средств, внесенных на ИИС в налоговый период (до 400 тыс. руб.); 3) в сумме доходов по операциям на индивидуальном инвестиционном счете, открытого у брокера или управляющего (ст. 219.1 НК РФ).

5-летнее владение акциями — это освобождение от подоходного налога/налога на прибыль в отношении доходов от прироста курсовой стоимости акций, не обращающихся на организованном рынке ценных бумаг в течение пяти лет (п. 17.2 ст. 217, ст. 284.2 НК РФ, приостановлена до 1 января 2023 г.).

Льгота по ценным бумагам высокотехнологичного сектора при владении не менее одного года (введена до 31 декабря 2022 г.) — освобождение от подоходного налога/налога на прибыль в отношении

1.8. Банковский сектор

процентным доходам по облигациям, для физических лиц — при реализации акций после трехлетнего владения и доходам по государственным ценным бумагам, но отсутствуют льготы по дивидендам и приросту курсовой стоимости долговых ценных бумаг (для юридических лиц — также акций)¹. В Армении — нет льгот по процентам по государственным ценным бумагам (для юридических лиц) и корпоративным долговым бумагам, в Кыргызстане отсутствуют льготы в части дивидендов для компаний-нерезидентов. Стимулы для развития доверительного управления есть в Беларуси, Казахстане и России (через индивидуальные инвестиционные счета).

В Армении, Кыргызстане и России условия налогообложения инвесторов — резидентов и нерезидентов, как правило, различаются². В Беларуси и Казахстане для иностранных инвесторов предусмотрен налоговый режим, сопоставимый с резидентами³.

1.8. Банковский сектор

1.8.1. Банковский сектор в странах ЕАЭС

Общие черты — параметры банковских систем, характерные для развивающихся рынков (табл. 1.68), по Кыргызстану — для «рынка на фронтире»:

- доминирование банков на финансовом рынке в сравнении с небанковскими институтами; ограниченная роль банков в экономике (в части финансирования роста и модернизации);
- высокий уровень концентрации активов в крупнейших банках (на пять крупнейших банков приходится более 50% активов в большинстве стран);
- низкий уровень насыщенности экономики банковскими кредитами;
- сопоставимые для всех стран ЕАЭС уровень капитализации банков по отношению к активам и постепенно растущий уровень просроченной задолженности по кредитам (кроме Казахстана) (см. пп. 1.8.2).

По численности и размерам банков, по насыщенности экономики их активами доминирует Россия. Банковские системы других стран ЕАЭС находятся в «догоняющем режиме». В Казахстане в 2015 г. «зашкаливающий» до этого уро-

доходов от реализации (погашения) акций, облигаций, паев, которые на момент реализации обращаются на организованном рынке и относятся к высокотехнологичному сектору (бумаги Сектора «Рынок инноваций и инвестиций» (п. 17.2 ст. 217, ст. 284.2.1 НК РФ).

¹ Для физических лиц также не облагаются доходы по ценным бумагам Национального банка Республики Беларусь, доходы от реализации (погашения) региональных и муниципальных ценных бумаг, облигаций банков, Банка развития, иных эмитентов (выпущенных после 1 апреля 2008 г.) (при продаже не выше текущей стоимости). Для юридических лиц льготы по процентным доходам действуют для облигаций банков, Банка развития, юридических лиц-резидентов (выпущенных с 1 апреля 2008 г. по 1 января 2015 г.; с 1 июля 2015 г. по 31 декабря 2017 г.) (п. 1.23—1.24 ст. 163 НК РБ; п. 2 ст. 138 НК РБ).

² В Армении для юридических лиц — нерезидентов отсутствуют налоговые льготы по дивидендам и приросту курсовой стоимости ценных бумаг, которые действуют для компаний-резидентов. В Кыргызстане нет льгот по дивидендам для нерезидентов — юридических лиц (но установлены для резидентов). В России для нерезидентов, как правило, установлены более высокие процентные ставки, чем для резидентов (например, для физических лиц — нерезидентов по процентным доходам по ценным бумагам действует ставка 30%, для резидентов — 13%; для юридических лиц — соответственно 13% и 15% по дивидендам). См. раздел 4.1.3.7 Отчета по 2-му этапу.

³ См. раздел 4.1.3.7 Отчета по 2-му этапу.

1. Финансовые рынки Евразии: как они устроены

вень просроченной задолженности снизился до 8% после введения требований регулятора к лимиту «плохих» кредитов. Значительно «отстает» по уровню развития банковский сектор Кыргызстана.

Таблица 1.68. **Банковский сектор стран ЕАЭС, 2014 г.**

Показатель	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
Активы банковского сектора, млрд долл. США	8	42	123	2	1341
Доля стран ЕАЭС в совокупных активах банковских секторов ЕАЭС, %	0,5	3	8	0,2	88
Активы банковского сектора/ВВП, %	80	64	58	35	106
Активы пяти крупнейших банков/активы банков, %	46	76	41	54	55
Капитал/активы банков, %	14	13	12	16	9
Внутренний банковский кредит/ВВП, %	47	23	33	20	54
Просроченная задолженность по кредитам /совокупные кредиты банков, %	7	4	24	5	7

Источники:

1) «Активы банковского сектора, млрд долл. США» — значения переведены из национальной валюты в доллары по курсу на 31 декабря 2014 г. (данные IMF IFS);

2) «Активы банковского сектора» (Total Gross Assets, Other Depository Corporations (включают все коммерческие банки, кредитные союзы и финансовые кооперативы (согласно классификации МВФ)), National Currency, Gross Domestic Product National Currency) — данные IMF IFS;

3) для расчета показателя «Активы пяти крупнейших банков/активы банков» использованы данные по активам пяти крупнейших банков на 1 января 2015 г., полученные из следующих источников: РА — данные www.armbanks.am, РБ — данные НБРБ, РК — данные www.banker.kz, КР — данные www.bankir.kg, РФ — данные ЦБ РФ;

4) показатель «Bank Capital to Assets Ratio» — данные World Bank Database;

5) показатель «Внутренний банковский кредит, предоставленный частному сектору/ВВП, %» (Domestic Credit to Private Sector by Banks, % of GDP)¹ — данные World Bank Database;

6) показатель «Просроченные кредиты/совокупные кредиты банков, %» (Bank Non-Performing Loans to Total Gross Loans, %) — данные World Bank Database.

¹ Внутренний кредит — финансовые ресурсы, предоставленные частному сектору прочими депозитарными корпорациями (все коммерческие банки, кредитные союзы и финансовые кооперативы, принимающие депозиты, не включая центральные банки), через кредиты, покупку недолевых ценных бумаг, торговые кредиты и др. (также могут быть включены кредиты государственным предприятиям).

1.8. Банковский сектор

1.8.2. Размеры банковского сектора, институциональная структура, роль в экономике

Активы банковского сектора, насыщенность экономики банковскими кредитами

Несмотря на доминирующую роль банков в финансовых системах стран ЕАЭС, их фактическая роль в экономике относительно низка (для создания условий быстрого роста и модернизации экономики), неоднородна по странам. Так, в России и Армении, имеющих максимальную долю банковских активов к ВВП, насыщенность экономики банковскими кредитами составляет только 60 и 50% ВВП. У Казахстана, Беларуси и Кыргызстана данные показатели в 2–3 раза ниже (соответственно 35, 22 и 21% ВВП), что гораздо меньше, чем показатели стран «экономического чуда» в период модернизации экономики¹. Если у России, Армении и Кыргызстана данный показатель, как и доля активов банков к ВВП, растут, то в Казахстане и Беларуси динамика негативная — доля банковских активов к ВВП снижается (соответственно на 40% с 2009 г. и на 20% с 2011 г.) (табл. 1.69), внутренний кредит к ВВП снизился в два раза с 2007 г. и 2010 г.² (табл. 1.15).

Таблица 1.69. Динамика активов банковского сектора стран ЕАЭС, % ВВП, 2001—2014 гг.

	2001	2002	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Армения	20	19	20	21	21	26	32	47	51	61	64	72	79
Беларусь	25	25	30	32	38	44	51	63	80	89	62	63	64
Казахстан	н/д	н/д	48	62	90	95	81	92	70	61	59	59	58
Кыргызстан	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	37	28	24	28	31	35
Россия	35	38	42	45	52	61	68	76	72	73	77	86	106

Источники: показатели «Активы банковского сектора» (Other Depository Corporations, Total Gross Assets, National Currency), «Gross Domestic Product, National Currency» — данные IMF IFS.

Россия (для 2001—2009 гг.) — показатель «Активы кредитных организаций, руб.» — данные ЦБ РФ (раздел Статистика/Показатели деятельности кредитных организаций/ Отдельные показатели деятельности кредитных организаций (по группам кредитных организаций, ранжированных по величине активов).

Кыргызстан — показатель «Активы коммерческих банков, сомы» — данные НБКР (раздел Банковская система/Обзор банковской системы Кыргызской Республики/Свод по системе коммерческих банков).

¹ Например, в Китае данный показатель составлял от 40 до 170% в 1978—2010 гг., Южной Кореи — от 16 до 100% в 1963—2010 гг., Сингапуре — от 20 до 84% в 1970—2010 гг. (см. Миркин Я. М., Кудинова М. М., Левченко А. В., Бахтараева К. Б., Жукова Т. В. Финансовые стратегии модернизации экономики: мировая практика: монография / под ред. Я. М. Миркина. М.: Магистр, 2014. С. 26).

² По отдельным оценкам, в данной статистике могут не учитываться кредиты ОАО «Банк развития Республики Беларусь» (далее — Банк развития), на который в 2015 г. пришлось около 60–70% прироста портфеля инвестиционных кредитов в белорусских рублях. В 2016 г. НБ РБ планирует получить регулирующие полномочия в отношении Банка развития, а Банк развития станет единым каналом льготного финансирования новых инвестиционных проектов в рамках государственных программ (Сергей Румас: вместо индивидуального будет применяться программный подход к реализации госпрограмм. Информационно-аналитическое агентство «Бизнес-новости». <http://doingbusiness.by/sergei-rumas>).

Институциональная структура

Банки — основные участники финансовых секторов ЕАЭС (см. долю банков в финансовых активах — п. 1.1), но наиболее многочисленная категория финансовых институтов — прочие небанковские финансовые посредники, не относящиеся к банкам, РЦБ и страховому сектору (табл. 1.70, виды таких посредников — см. пп. 1.8.3, табл. 1.77).

Таблица 1.70. **Количество банков и прочих небанковских финансовых посредников в странах ЕАЭС, 2014 г.**

Вид институтов	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
Банки	22	27	37	24	727
<i>Прочие небанковские финансовые посредники</i>					
Небанковские кредитные организации ¹	32	2	—	590	56
Кредитные союзы	н/д	107	170	127	3545
Микрофинансовые организации (МФО)	—		31	176	4200
Ломбарды	142		н/д	669	8762
Небанковские пункты обмена валюты	234	—	549	287	—

¹ Включают в себя другие виды небанковских финансовых посредников — для Армении (кредитные союзы) и Кыргызстана (всех, кроме ломбардов) (подробнее — табл. 1.77).

Источники: Данные центральных банков стран ЕАЭС:

1) количество банков (РА — на июль 2015 г., РБ — на 7 сентября 2015 г., КР — на 31 августа 2015 г., РК — на 1 августа 2015 г., РФ — действующие банки на 1 августа 2015 г.);

2) количество небанковских финансовых посредников (РА — на июль 2015 г., также действуют восемь платежных и расчетных организаций; РБ — на 27 января 2016 г.; РК — данные по кредитным союзам (кредитным товариществам — см. пп. 1.8.3) — на 2015 г. (по данным портала Сельскохозяйственного журнала «Аграрный сектор» / <http://agrosector.kz/agriculture-news/kreditnye-tovarishhestva-v-kazahstane-mogut-obedit-okolo-50-tysyach-fermerov.html>), данные по МФО — на 1 июля 2015 г., данные по обменным пунктам — на 1 января 2016 г. (дано число лицензий, по ним действует 943 пункта); КР — данные на июль 2015 г., по кредитным союзам — включая специализированное кредитное учреждение ОАО ФККС, данные по ломбардам — за 2012 г.; РФ — данные за 2014 г., в России также действуют 88 жилищных кооперативов, поднадзорных Банку России.

Низкая доступность банковских услуг, в том числе кредитов для малого бизнеса, — одна из причин многообразия форм финансового посредничества в большинстве стран ЕАЭС. Например, в Кыргызстане, где активы банков минимальны (35% ВВП), активы небанковских финансовых посредников составляют 20% активов банков и 17% активов финансового сектора¹. Но по мере развития банков число небанковских посредников постоянно уменьшается (в сравнении с 2010 г. снизилось на 40—50%).

¹ Отчет о стабильности финансового сектора Кыргызской Республики, май 2015 г. Национальный банк Кыргызской Республики. С. 13.

1.8. Банковский сектор

Капитализация банков и качество активов

В странах ЕАЭС примерно одинаковый уровень капитализации банков относительно их активов (в среднем 13%). Меньше всего — у России и Казахстана (9 и 12%). С 2012 г. общая тенденция — снижение уровня капитала к активам банков (табл. 1.71).

Таблица 1.71. Уровень капитализации банковского сектора в странах ЕАЭС, %, 2000—2014 гг.

	2000	2002	2003	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Армения	14	18	18	22	23	23	23	21	20	17	16	15	14
Беларусь	н/д	19	н/д	20	18	16	19	17	14	14	14	14	13
Казахстан	14	9	9	н/д	н/д	н/д	12	5	11	14	15	13	12
Кыргызстан	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	21	23	22	20	20	18	17	16
Россия	12	14	15	н/д	12	13	11	13	13	12	12	11	9

Источники: показатель «Капитал/активы банков,%» (Bank Capital to Assets Ratio, %) — данные World Bank Database.

Регулятивные требования к капиталу банков и размеры банков в странах ЕАЭС могут значительно различаться. Гармонизация требований к собственному капиталу по верхней границе (максимальные требования к капиталу в размере 30 млрд руб. к 2019 г., установленные в Казахстане и вступающие в силу с 2016 г.) привела бы к тому, что их могли бы выполнить только отдельные банки Казахстана и России (в Армении, Беларуси и Кыргызстане таких банков нет). Сравнительные данные по количеству банков в странах ЕАЭС, имеющих собственный капитал от 3 до 30 млрд руб., представлены ниже (табл. 1.72).

Таблица 1.72. Количество банков в странах ЕАЭС, имеющих собственный капитал от 3 до 30 млрд руб. (на 24 марта 2015 г.)

Размер собственного капитала банка	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
более 3 млрд руб.	6	11	35	0	170
более 10 млрд руб.	0	1 ¹	14	0	79
более 25 млрд руб.	0	0	8	0	40
более 30 млрд руб.	0	0	7	0	33

¹ Капитал крупнейшего Беларусбанка составляет 23,836 трлн белорусских рублей (около 9,6 млрд руб.).

Источники: Величина капитала банков (значения переведены по курсу национальных валют к рублю на 24 марта 2015 г.) — Армения (на 31 декабря 2014 г.) — данные www.armbanks.am; Беларусь (III кв. 2014 г.) — данные www.nfb.by; Казахстан (на 1 декабря 2014 г.) — данные www.banker.kz; Кыргызстан (на 31 декабря 2013 г.) — данные www.bankir.kg; Россия (I кв. 2015 г.) — данные www.banki.ru.

1. Финансовые рынки Евразии: как они устроены

По качеству активов банков максимальные отличия от других стран ЕАЭС характерны для Казахстана (табл. 1.73). Несмотря на резкое снижение, доля просроченной задолженности в активах банков Казахстана остается высокой (на уровне 8% в 2015 г.). Кроме того, наблюдаются расхождения в динамике данного показателя между Россией и Арменией, с одной стороны (растущая доля просроченной задолженности), и Беларусью и Кыргызстаном — с другой (снижение).

Таблица 1.73. **Уровень просроченных кредитов в банковском секторе стран ЕАЭС, %**, 2000—2014 гг.

	2000	2002	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Армения	18	10	2	2	2	2	4	5	3	3	4	4	7
Беларусь	11	9	3	3	3	2	2	4	4	4	6	4	4
Казахстан	н/д	12	4	3	2	3	7	21	24	31	28	31	24
Кыргызстан	31	13	8	н/д	6	4	5	8	16	10	7	6	5
Россия	8	6	3	3	2	3	4	10	8	7	6	6	7

Источники: Показатель «Просроченные кредиты / совокупные кредиты банков, %» (Bank Non-Performing Loans to Total Gross Loans, %) — данные World Bank Database.

Депозитная база

Доля России в депозитах банковских секторов ЕАЭС — 86%, Казахстана — 10%, Беларуси — 2%. Уровень депозитной базы банков Беларуси и Кыргызстана по отношению к ВВП существенно ниже, чем в других странах ЕАЭС — соответственно 24 и 19% ВВП. В Казахстане и Кыргызстане доля депозитов юридических лиц выше доли депозитов населения (на физических лиц приходится только 40% депозитов) (табл. 1.74).

Таблица 1.74. **Депозиты в банковском секторе стран ЕАЭС, 2014 г.**

Страна	Депозиты всего, млрд долл.	Депозиты/ВВП, %	Депозиты физических лиц/ депозиты всего, %
Армения	3,7	36	51
Беларусь	18	24	63
Казахстан	62	29	39
Кыргызстан	1,4	19	42
Россия	530	29	63

Источники: данные центральных банков стран ЕАЭС (значения из национальной валюты переведены в доллары по курсу на 31 декабря 2014 г. — данные IMF IFS): РА — Commercial Banks Deposits by Sectors of Economy // <https://www.cba.am/en/SitePages/statmonetaryfinancial.aspx>; РБ — Бюллетень банковской статистики. Ежегодник (2000—2014). НБРБ. Минск, 2014; РК — Текущее состояние банковского сектора Республики Казахстан по состоянию на 1 августа 2015 г. НБРК. Алматы, 2015; КР — Общий объем депозитов физических лиц в коммерческих банках (на конец периода) // <http://www.nbkr.kg/index1.jsp?>

1.8. Банковский сектор

item=124&lang=RUS; РФ — Общая сумма средств организаций, банковских депозитов (вкладов) и других привлеченных средств юридических и физических лиц в рублях, иностранной валюте и драгоценных металлах // [http://www.cbr.ru/statistics/UDStat.aspx?TbIID= 302-21&pid=sors&sid=ITM_30761](http://www.cbr.ru/statistics/UDStat.aspx?TbIID=302-21&pid=sors&sid=ITM_30761) ВВП (GDP, US Dollars) — данные IMF WEO.

Доступность банковских услуг

Динамика числа отделений банков в странах ЕАЭС различна: рост в России, Кыргызстане и Армении (число отделений выросло в 1,5—2 раза), сокращение на 75% и 12% в Беларуси и Казахстане (табл. 1.75). Выше всего «доступность» в России и Армении — 37 и 22 отделения на 100 тыс. человек.

Таблица 1.75. **Количество отделений банков на 100 тыс. человек взрослого населения в странах ЕАЭС, 2004—2014 гг.**

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Армения	11	12	14	16	17	18	18	20	21	21	22
Беларусь	6	6	6	5	4	4	3	2	2	2	н/д
Казахстан	4	4	3	3	4	3	3	3	3	3	3
Кыргызстан	5	5	5	6	7	7	6	7	8	8	8
Россия	27	28	30	34	36	35	35	37	38	38	37

Источники: «Commercial Bank Branches per 100 000 Adults» — данные World Bank Database.

1.8.3. Регулирование: общее и различия

Основные регулятивные различия в банковских секторах ЕАЭС — в требованиях к финансовой устойчивости банков, к их инфраструктуре, информационной прозрачности. Финансовая интеграция стран ЕАЭС потребует не только гармонизации регулирования банков, но и согласования стратегий развития банковских систем.

Финансовая устойчивость и прозрачность

Наиболее значимые различия — в размере требований к уставному и собственному капиталу банков. Например, максимальные требования к собственному капиталу банка в Казахстане в 5—20 раз превышают соответствующие требования в других странах ЕАЭС¹.

¹ Максимальные требования к собственному капиталу банков, установленные законодательством (в том числе вводимые в действие в 2016—2019 гг.) (по состоянию и курсу на 24 ноября 2015 г.) составляют: РА — 30 млрд драм (62 млн долл.), РБ — 25 млн евро (26,5 млн долл.), РК — 100 млрд тенге (325 млн долл. — для банков, у которых объем депозитов физических лиц свыше 75 млрд тенге, но меньше 100 млрд тенге), КР — 600 млн сом (8,2 млн долл. (для вновь создаваемых банков)), РФ — 900 млн руб. (13,7 млн долл.) (генеральная лицензия). Источники — п. 16 Regulation 2 РА, п. 56 постановления № 137 РБ, постановление № 79 РК и постановление № 169 РК, постановление № 16/1 КР, ст. 11.2, ст. 36 Закона о банках РФ. Подробнее см. раздел 4.1.3 Отчета по 2-му этапу.

1. Финансовые рынки Евразии: как они устроены

Другие чувствительные расхождения связаны с внедрением принципов Базеля II и Базеля III. В той или иной степени это сделано во всех странах, кроме Кыргызстана, только планирующего их использование (хотя только Россия является членом Базельского комитета по надзору и имеет соответствующие обязательства). Масштабы и скорость перехода на «принципы Базеля» зависят от уровня развития и готовности банков. В России и Казахстане — большее внедрение; в Армении и Беларуси — внедряются стандартные подходы, использование продвинутых методов оценки рисков, в том числе по сложным инструментам, не планируется.

МСФО для банков внедрены во всех странах ЕАЭС; МСА — везде, кроме Беларуси.

Защита прав вкладчиков

Существенно различаются максимальные суммы страхового возмещения по банковским депозитам — несопоставимо низкие суммы возмещения в Кыргызстане и Армении (соответственно 1,5 и 8 тыс. долл.), отсутствие ограничений на предельный размер выплаты по вкладу в Беларуси (табл. 1.76).

Таблица 1.76. Максимальные суммы страхового возмещения по банковским депозитам в странах ЕАЭС

	Депозиты в национальной валюте	Депозиты в иностранной валюте
Армения	8,3 тыс. долл. (4 млн драм)	4,15 тыс. долл. (2 млн драм) ¹
Беларусь	100% суммы вклада	
Казахстан	37 тыс. долл. (10 млн тенге)	18,5 тыс. долл. (5 млн тенге) ²
Кыргызстан	1,45 тыс. долл. (100 тыс. сомов)	
Россия	21 тыс. долл. (1,4 млн руб.)	

¹ При наличии вкладов в драмах и в иностранной валюте: 1) если вклад в драмах выше 2 млн драм, то гарантируется только этот вклад на сумму до 4 млн драм, при этом страховое возмещение по вкладу в иностранной валюте отсутствует; 2) если вклад в драмах меньше 2 млн драм, то сумма вклада в драмах гарантируется в размере до 2 млн драм, при этом вклад в иностранной валюте — на сумму разницы между 2 млн и суммой вклада в драмах.

² При наличии нескольких видов вкладов (по суммам и валюте) максимальная сумма возмещения — не более 10 млн тенге. Дополнительно из-за девальвации тенге предусмотрена компенсация курсовой разницы по вкладам в тенге (в сумме до 1 млн тенге и на срок до 30 сентября 2016 г.) (по данным Казахстанского фонда гарантирования депозитов, www.kdif.ru).

Источники: Закон о гарантировании депозитов РА, Закон о гарантированном возмещении вкладов РБ, Закон о гарантировании депозитов РК, Закон о защите вкладов КР, Закон о страховании вкладов РФ. Рассчитано по курсу на 22 сентября 2015 г.

Неоднородны подходы к определению видов депозитов и лиц, имеющих право на страховое возмещение. Например, в отношении вкладов индивидуальных предпринимателей (не застрахованы в Беларуси)¹, а также видов средств,

¹ Статья 1 Закона о гарантировании вкладов РА, ст. 3 Закон о гарантированном возмещении вкладов РБ; Закон о гарантировании депозитов РК; ст. 5 Закона о защите вкладов КР; пп. 1 п. 2 ст. 5, п. 3 ст. 11 Закона о страховании вкладов РФ.

исключаемых из страхования (в Армении — депозиты руководящих сотрудников банка или членов их семей, в Кыргызстане — депозиты инсайдеров и аффилированных лиц и их близких родственников; в России — средства на счетах адвокатов, нотариусов и др.)¹.

Различия есть и в порядке расчета страхового возмещения. В Армении, Беларуси и России выплачивается полная сумма процентов по вкладу без ограничений. В Казахстане страховое возмещение не включает начисленное вознаграждение (выплачивается только сумма капитализированных процентов), в Кыргызстане — проценты по вкладу включаются в страховое возмещение, но проценты, начисленные, но не выплаченные и не капитализированные, учитываются в размере, не превышающем учетную ставку Национального банка на дату гарантийного случая².

Различны порядок расчета и ставки страховых взносов банков — например максимальные ставки взносов (для Беларуси — 0,3%, в Казахстане — 0,5%, в Кыргызстане (для действующих банков) — 0,2%, в России — базовый взнос 0,15% (текущий размер — 0,1%)); в Армении, Беларуси и Кыргызстане есть дополнительные взносы для вновь создаваемых банков³.

Кредитные бюро

В большинстве стран ЕАЭС деятельность кредитных бюро (бюро кредитных историй) подлежит лицензированию (Армения, Казахстан, Кыргызстан) или учетной регистрации в реестре (Россия). Централизация сведений, составляющих кредитные истории, осуществляется во всех странах, кроме России. В Беларуси функции кредитного регистра осуществляет центральный банк, а частные бюро отсутствуют.

Различаются перечни лиц, обязанных предоставлять данные о кредитных историях, — наиболее широкий перечень в Армении, Казахстане и России (в Армении — банки, кредитные организации, инвестиционные компании и др.; в Беларуси — только банки; в Казахстане — банки, микрофинансовые организации, индивидуальные предприниматели и юридические лица, реализующие товары и услуги в кредит, и другие лица; в Кыргызстане — банки, другие лица по запросу кредитных бюро; в России — кредитные организации, микрофинансовые организации и кредитные кооперативы, иные заимодавцы).

Небанковские финансовые посредники

Несмотря на общую тенденцию передачи большинства видов небанковских финансовых посредников под контроль единого регулятора, остаются различия в определении статуса и регулировании деятельности таких посредников

¹ Пункт 3 ст. 2 Закона о гарантировании вкладов РА; ст. 5 Закона о защите вкладов КР; п. 2 ст. 5 Закона о страховании вкладов РФ.

² Статья 2 Закона о гарантировании вкладов РА; ст. 18—19 Закона о гарантировании депозитов РК; ст. 4 Закона о защите вкладов КР; п. 2 ст. 2, п. 5 ст. 11 Закона о страховании вкладов РФ, ст. 20 Закона о банках РФ.

³ Статья 13 Закона о гарантированном возмещении вкладов РБ; ст. 12 Закона о гарантировании депозитов РК; гл. 7, ст. 43 Закона о защите вкладов КР; ст. 36 Закона о страховании вкладов РФ.

(табл. 1.77). Основные точки несовпадения — разные подходы к понятию небанковской кредитной организации (в Казахстане данное понятие вообще не используется); к видам микрофинансовых организаций (в России это отдельный вид посредников, в Беларуси к ним относятся ломбарды, в Армении не выделяются); к регулированию лизинговых операций; к лицензированию (учетной регистрации) отдельных посредников (например, ломбарды и кредитные товарищества в Казахстане не регулируются Национальным банком); к выполнению операций по обмену валюты.

Для развития финансовых услуг, повышения конкурентоспособности банковского сектора основным принципом регулирования прочих видов посреднической деятельности должно быть обеспечение финансовой устойчивости, прозрачности, высокого качества услуг и защиты прав потребителей.

Налогообложение процентных доходов по банковским депозитам

В большинстве стран ЕАЭС отсутствует налогообложение процентных доходов по банковским депозитам (в Казахстане и Кыргызстане — без ограничений суммы дохода; в России — в пределах установленной процентной ставки¹). В Армении в отношении процентных доходов действует ставка подоходного налога в 10% для физических лиц. В Беларуси — с апреля 2016 г. вводится налогообложение процентных доходов физических лиц (по ставке 13%) по банковским вкладам при размещении средств на срок менее одного года (в белорусских рублях) и менее двух лет (в иностранной валюте)² (кроме того, введены безотзывные вклады, средства по которым не могут быть изъяты до истечения оговоренного срока).

Во всех странах ЕАЭС, кроме России, одинаковы условия налогообложения процентных доходов по банковским депозитам резидентов и нерезидентов³.

Таблица 1.77. **Банковский сектор. Виды прочих небанковских финансовых посредников**

Вид организаций	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
Небанковские кредитные организации	Кредитные организации (не включают банки)	Небанковские финансово-кредитные организации	Понятие не используется	Небанковские финансовые (финансово-кредитные) учреждения (НФУ)	Небанковские кредитные организации (НКО)

¹ Облагаются налогом на доходы физических лиц по ставке 35% суммы процентов, превышающие сумму, рассчитанную исходя из ставки рефинансирования ЦБ РФ, увеличенную на 5%, при этом с момента повышения процентной ставки прошло не более трех лет (в иностранной валюте — исходя из 9%) (ст. 214.2, п. 2 ст. 224 НК РФ). См. раздел 4.1.3.7 Отчета по 2-му этапу.

² Налог взимается в случае превышения процентной ставки по вкладу размера процентной ставки по вкладу до востребования (Декрет Президента Республики Беларусь от 11 ноября 2015 г. № 7 «О привлечении денежных средств во вклады (депозиты)»).

³ Для нерезидентов действует единая ставка налога на доходы физических лиц в размере 30% (п. 3 ст. 224 НК РФ).

Вид организаций	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
Кредитные союзы	Да (кредитные организации)	Потребительские кооперативы	Да (кредитные товарищества — не регулируются Национальным банком)	Да (НФУ)	Да (кредитные потребительские кооперативы, реестр)
Микрофинансовые организации (МФО)	Нет	Да (реестр)	Да (реестр)	Да (НФУ)	Да (реестр)
Ломбарды	Да	Да (МФО)	Да (не регулируются Национальным банком)	Да (планируется лицензирование Госфиннадзором)	Да (реестр)
Небанковские пункты обмена валюты	Да	Нет	Да	Да (НФУ)	Нет
Прочие организации (особенности)	Кредитные организации: — платежно-расчетные (денежные переводы, процессинг, клиринг платежных инструментов, документов), — лизинговые, — факторинговые. Специальная залоговая компания + Платежные и расчетные организации	— Лизинговые организации (реестр), — Форекс-компании, — юридические лица, осуществляющие учет векселей (реестр)	— Организации, осуществляющие отдельные банковские операции (ипотечные, АО «Казпочта», «Дочки» национального холдинга и др.), — жилищные и жилищно-строительные кооперативы (не регулируются Национальным банком)	—	— Жилищные накопительные кооперативы (реестр), — лизинговая деятельность отдельно не лицензируется

Примечание: В скобках указано название организации (если отличается), порядок лицензирования (учетной регистрации в реестре), подведомственность центральному банку.

1.9. Страховой сектор

Страховые рынки ЕАЭС характеризуются более низким уровнем развития в сравнении с банками (объемы активов, разнообразие продуктов).

«Насыщенность» страхованием различна по странам ЕАЭС (обеспеченность страховыми продуктами, их дифференциация, вовлеченность населения и биз-

1. Финансовые рынки Евразии: как они устроены

неса в страхование). Доминанта страховых рынков — Россия (около 90% страховых выплат, премий, резервов, активов). Высока роль зарубежных перестраховщиков.

Развитие страховых рынков сдерживается дефицитом «длинных денег» и инструментов для размещения активов страховщиков, низкими сбережениями бизнеса и населения¹, слабостью страховой культуры.

1.9.1. Финансовая глубина страхового рынка

Максимально развит страховой рынок в России (лидерство по объемам страховых премий, выплат), в наименьшей степени — в Кыргызстане. В Беларуси более высокие показатели сбора страховых премий (в сравнении с Казахстаном и Арменией) обусловлены широким развитием обязательных видов страхования (табл. 1.78).

Таблица 1.78. Сопоставление страховых рынков стран ЕАЭС, 2014 г.

Страна	Страховые премии / ВВП	Страховые выплаты / ВВП	Страховые премии / человек	Страховые выплаты / человек
	%		долл. на человека	
Армения	0,62	0,45	19,2	14,1
Беларусь	0,93	0,42	65,1	29,4
Казахстан	0,69	0,16	82,5	19,3
Кыргызстан	0,25	0,03	3,0	0,3
РФ	1,38	0,66	122,2	58,4

Источники: Премии и выплаты: Статистический бюллетень Банка России 2015. № 3. Показатели «Выплаты, всего», «Премии, всего». Таблица 4.5.9; Сводный отчет о страховых выплатах, осуществленных по договорам страхования по регионам РК. Национальный банк РК. 1 января 2015 г. Показатель «Расходы по осуществлению страховых выплат. Всего»; Сводный отчет о страховых премиях, принятых по договорам страхования по регионам РК. Национальный банк РК. 1 января 2015 г.; Годовой отчет о деятельности Государственной службы регулирования и надзора за финансовым рынком при Правительстве Кыргызской Республики (Госфиннадзор) за 2014 г.; Структура поступлений страховых взносов и страховых выплат за 2014 г. Минфин Республики Беларусь; Показатели «Insurance Premiums (Total)» и «Insurance Indemnity» базы данных Центрального банка Армении (<https://databank.cba.am>).

ВВП — данные национальной статистики.

Показатель «Население» (Population) — данные IMF WEO. April 2015. Курс национальных валют к доллару на конец года — по данным IMF IFS.

¹ Так, среднее потребление на душу населения только в РФ превышает среднемировой уровень, в Беларуси близок к среднемировому, а в Армении и Кыргызстане в 3 раза ниже среднемирового (данные за 2011—2013 гг., Показатель «Mean per Capita Real Consumption, Total Population. \$ a Day (2011 PPP)». Источник: World Development Indicators. Shared Prosperity. World Bank).

Размер ВВП на душу населения в Беларуси в 1,5 раза, в Армении примерно в 4 раза, а в Кыргызстана в 10 раз ниже показателя РФ и Казахстана (Показатель «Gross Domestic Product per Capita, Current Prices, USD». Источник: World Economic Outlook Database. IMF. October 2015).

1.9. Страховой сектор

Страхование автогражданской ответственности — во главе рынка в Армении. В 2014 г. более 50% страховых взносов пришлось на ОСАГО¹. С 2011 г. (введение этого вида страхования) в разы выросли страховые премии / выплаты, но с 2013 г. нарастает убыточность ОСАГО (табл. 1.79).

Таблица 1.79. Динамика страховых премий и страховых выплат в Армении

	Страховые премии / ВВП	Страховые выплаты / ВВП
2014	0,62	0,45
2013	0,78	0,43
2012	0,83	0,34
2011	0,59	0,21
2010	0,24	0,05
2009	0,26	0,06
2008	0,22	0,04
2007	0,15	0,02

Источники: показатели «Insurance Premiums (Total)» и «Insurance Indemnity» — база данных Центрального банка Армении (<https://databank.cba.am>); ВВП — данные IMF WEO. October 2015.

По показателю страховых премий / выплат, приходящихся на душу населения, лидирует РФ (табл. 1.78), замыкающий рынок — Кыргызстан.

Российский страховой рынок — лидер в ЕАЭС по абсолютным показателям собранных страховых премий, страховых выплат, страховых резервов (табл. 1.80), активов страховых организаций (табл. 1.81). Он более развит, чем в других странах ЕАЭС. В этой связи доля РФ в страховом секторе ЕАЭС превышает ее долю в ВВП стран ЕАЭС (86% в ВВП; 93% и 89% в структуре страховых выплат и страховых премий ЕАЭС). Максимальная диспропорция характерна для Казахстана и Кыргызстана (доля страховых премий / выплат в 3—4 раза ниже доли в ВВП)².

Таблица 1.80. Роль отдельных стран в ВВП и страховых рынках ЕАЭС, 2014 г., %

Страна	ВВП	Население	Страховые выплаты	Страховые премии	Страховые резервы
Армения	0,5	1,8	0,5	0,3	0,2
Беларусь	3,5	5,2	3,1	3,1	3,3
Казахстан	9,9	9,8	3,8	7,4	9,0

¹ Расчет на основе данных Statistical Bulletin 2015. Central Bank of Armenia. P. 102. Table: Main Indicators of Insurance Company Activity by Insurance Class.

² Расчет долей в ВВП — показатель «Gross Domestic Product per Capita, Current Prices, USD». Источник: World Economic Outlook Database. IMF. October 2015.

Страна	ВВП	Население	Страховые выплаты	Страховые премии	Страховые резервы
Кыргызстан	0,3	3,2	0,0	0,1	0,02
Россия	85,7	79,9	92,6	89,1	87,5
Итого	100	100	100	100	100

Пересчет по курсу доллара на конец года.

Источники: Центральный банк Армении, Министерство финансов РБ, Национальный банк Казахстана, Банк России (по страховым выплатам и премиям), Росстат (по резервам), Государственная служба регулирования и надзора за финансовыми рынками при Правительстве Кыргызской Республики; показатели (Население, ВВП) — данные IMF WEO. October 2015.

Таблица 1.81. Активы страховых организаций к ВВП, 2014 г., %

Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
0,9	2	1,6	0,7	2,2

Источники: База данных Центрального банка Армении (<https://databank.cba.am>), показатель «Total Assets of Insurance Corporations»; Бюллетени банковской статистики Национального банка РБ; Раздел статистики Национального банка РК; Госфиннадзор Республики Кыргызстан; Статистический бюллетень Банка России. 2015. № 3; ВВП — данные IMF WEO. October 2015.

Страховые рынки ЕАЭС значительно отстают от развитых стран. Так, показатель «Страховые премии / ВВП» для стран ОЭСР колебался в 2004—2013 гг. в пределах 6,2—6,8%¹. Среднемировой показатель «Активы страховых организаций / ВВП» характеризуется последовательным ростом с 25 до 40% в 2008—2013 гг.²

1.9.2. Инструментальное наполнение страхового рынка

Для стран ЕАЭС характерна различная структура видов страхования, разные соотношения личного, имущественного страхования и страхования ответственности.

Виды обязательного страхования

На старте формирования страхового рынка обязательное страхование является «движущей силой» развития, способствует росту сопутствующих необязательных видов страхования, страховой грамотности. В Армении и Кыргызстане рынки находятся на начальной стадии³, они нуждаются в расширении перечня обязательных видов страхования. Высокий уровень охвата обязательными видами

¹ OECD Insurance Statistics. Расчеты без Люксембурга и Ирландии (офшорные страховые центры).

² Источники: Helgi Analytics. Расчеты без Люксембурга и Ирландии (офшорные страховые центры).

³ Активы страховых организаций — менее 1% ВВП; объем страховых премий — менее 50 долл. на человека; самые низкие показатели по соотношению страховых премий и ВВП.

1.9. Страховой сектор

страхования в России, средний — Беларусь, Казахстан, низкий — Армения, Кыргызстан (табл. 1.82).

Таблица 1.82. **Виды обязательного страхования в странах ЕАЭС, январь 2016 г.**

Страна	ОСАГО	Виды ОСГО	Государственное страхование (государственных служащих)	Социальное страхование (государственное и негосударственное ¹)		Прочие виды	Количество видов (без социального страхования)
					в том числе ОМС		
Армения	+	—	—	+	—	—	1
Беларусь	+	5	+	+	+ / —	2	9
Казахстан	+	6	—	+	+	2	9
Кыргызстан	+ (с 02.2016)	4	+	+	+	1	5 (7)
Россия	+	8	+	+	+	2	более 10

¹ Пенсионное страхование, страхование по (временной) утрате трудоспособности (потеря работы, несчастные случаи на производстве, профессиональные заболевания, утрата трудоспособности, временная нетрудоспособность, инвалидность, беременность, роды, уход за ребенком), потеря кормильца, на погребение.

Примечание: ОСАГО — обязательное страхование гражданской ответственности владельцев транспортных средств, ОСГО — обязательное страхование гражданской ответственности, ОМС — обязательное медицинское страхование.

В Беларуси — ОМС только иностранных граждан.

В Казахстане планируется введение ОМС с 2018 г., нормативные акты об обязательном социальном медицинском страховании вступили в силу с 2016 г., взносы должны выплачиваться с 2017 г.

В Кыргызстане ответственность за отсутствие полиса ОСАГО будет действовать только с 2018 г., поэтому до этой даты этот вид страхования по сути носит характер добровольного. Введение обязательного страхования жилых помещений от пожаров и стихийных бедствий (прочие виды) планируется с 2016 г., но наряду с ОСАГО рассматривается возможность вступления в силу законодательства только с 2020 г.

Подробнее о видах обязательного страхования — см. раздел 4.1.4.1.2 Отчета по 2-му этапу.

В Армении существуют лишь два вида обязательного страхования (ОСАГО с 2011 г., пенсионное страхование¹). В Кыргызстане различные виды обязательного страхования активно стали вводиться в последние годы: страхование жизни и здоровья военнослужащих, затем четыре вида страхования гражданской ответст-

¹ В Армении обязательное медицинское страхование государственных служащих было введено в 2012 г. С 1 января 2015 г. комплекс медицинского страхования соцпакета для государственных служащих был переведен в управление Министерства здравоохранения, страховые организации были исключены из страховой схемы. В социальный пакет включено ежегодное профилактическое обследование, предоставление части медицинских услуг по льготным ценам (остальное доплачивает государство). Из сумм, предоставляемых им в рамках пакета, государственные служащие получают права страховать также членов своей семьи или приобрести для себя дополнительный медицинский страховой полис (наряду с расходами на обучение членов семьи, погашение ипотечного кредита, отдых в Армении и НКР) (Интервью с начальником Государственного здравоохранного агентства С. Цатуряном // Голос Армении. 2015. 27 марта).

венности с 2010 г.¹, ОСАГО и страхование жилых помещений от пожара и стихийных бедствий с 2016 г.²

Обязательное медицинское страхование развито не во всех странах: в Казахстане в процессе введения (план — 2018 г.), в урезанных объемах в Кыргызстане, только для определенных категорий граждан в Беларуси и Армении.

Перечень видов обязательно страхования ответственности частично пересекается между странами. В четырех странах, кроме Армении, обязательно страхование перевозчика пассажиров и владельца опасных производственных объектов, для остальных видов профессиональной деятельности характерна региональная специфика.

Обязательное сельскохозяйственное страхование — только в Беларуси и Казахстане (Беларусь — растениеводство и животноводство, Казахстан — растениеводство). Охват страхованием сельскохозяйственных площадей и относительный объем государственной поддержки этих отраслей в Казахстане и Беларуси выше, чем в РФ, где этот вид страхования не является обязательным, хотя и субсидируется государством³.

Соотношение обязательного и добровольного страхования

В Армении, находящейся на начальном уровне формирования страхового рынка, в Беларуси (меньшая степень рыночности) обязательные виды страхования преобладают над добровольным (табл. 1.83). Обратная ситуация — в России (наиболее диверсифицированный страховой рынок) и Казахстане.

Таблица 1.83. Роль обязательного страхования в странах ЕАЭС, 2014 г.

Страна	Доля в страховых премиях, %	Доля в страховых выплатах, %
Армения ¹	74	44
Беларусь	46	54
Казахстан	25	43
Кыргызстан	9	4
Россия	18	23

¹ Страховые премии по ОСАГО и медицинскому страхованию (частично обязательно для госслужащих).

Источники: Statistical Bulletin of Central Bank of Armenia. 2014. Annual. P. 102; Статистический бюллетень Банка России. 2015. № 3; Сводный отчет о страховых выплатах, осуществленных по договорам страхования по регионам РК. Национальный банк РК. 2015. 1 янв.; Сводный отчет о страховых премиях, принятых по договорам страхования по регионам РК. Национальный банк РК. 2015. 1 янв.; Структура поступлений страховых взносов и страховых выплат за 2014 г. Министерство финансов РБ; О деятельности страховых компаний Кыргызской Республики в 2010—2014 гг. Национальный статистический комитет Кыргызской Республики. 2015. 27 авг.

¹ Работодателя за причинение вреда жизни и здоровью работника при исполнении им трудовых (служебных) обязанностей, организаций, эксплуатирующих опасные производственные объекты, перевозчика опасных грузов и перевозчика перед пассажирами.

² В январе 2016 г. велись острые дискуссии по поводу переноса сроков вступления в силу двух последних законов на 2020 г.

³ Анализ механизмов страхования сельскохозяйственной отрасли государств — членов Таможенного союза и Единого экономического пространства. ЕЭК. 2013. 14 авг.

1.9. Страховой сектор

В Кыргызстане минимален перечень обязательных видов страхования при низком уровне развития страхования в целом. Введение новых видов страхования с 2010 г. привело к росту их доли в страховых суммах. Прогнозируется, что введение ОСАГО с 2016 г. приведет к росту значимости обязательных видов (табл. 1.84).

Таблица 1.84. Доля обязательных видов страхования в страховом рынке Кыргызстана, %

Показатель	2010	2011	2012	2013	2014
Страховая сумма	2	18	10	11	15
Страховые премии	3	20	19	18	9
Страховые выплаты	—	—	5	5	4

Примечание: снижение в 2014 г. в структуре взносов обязательных видов обусловлено значительным ростом добровольного страхования имущества хозяйствующих субъектов (почти в 4 раза в сравнении с 2013 г.).

Источник: О деятельности страховых компаний Кыргызской Республики в 2010—2014 гг. Национальный статистический комитет Кыргызской республики. 2015. 27 авг.

Страхование жизни

Доля страхования жизни — ключевой показатель уровня развития страхового рынка. Добровольное страхование жизни снижает нагрузку на государственный бюджет (пенсионное, по временной нетрудоспособности и иные виды социального обеспечения). У страхования жизни самый длинный инвестиционный горизонт из всех видов страхования. Инвестирование средств, собранных по страхованию жизни, имеет максимальный эффект для развития как финансового рынка, так и национальной экономики.

В Армении этот вид страхования полностью отсутствует. Максимальна доля страхования жизни в Казахстане, что во многом обусловлено высокой долей аннуитетного страхования (дополнительного пенсионного) — 50% от всего объема премий по страхованию жизни. Но даже Казахстан значительно отстает от развитых стран. Средний показатель по ОЭСР в 2003—2013 гг. стабильно составлял примерно 50% страховых премий¹.

Таблица 1.85. Доля страхования жизни (включая добровольное пенсионное) в страховых премиях, 2014 г.

Страна	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
Доля добровольного страхования жизни, %	нет ¹	6,5	19,9	менее 1 ²	11,0
Доля обязательного и добровольного страхования жизни, %	нет	6,5	19,9	менее 1	12,8
Наличие страхования жизни среди обязательных видов	нет	да	нет	да	да

¹ OECD Insurance Statistics.

1. Финансовые рынки Евразии: как они устроены

Включены суммы по добровольному страхованию жизни: страхование жизни на случай смерти, дожития до определенного возраста или срока, наступления иного события; с условием периодических страховых выплат (ренты, аннуитетов), участие страхователя в инвестиционном доходе, дополнительное пенсионное страхование.

¹ Страхование жизни предусмотрено законодательно, но на практике не внедрено. Наиболее близкие из существующих видов страхования в Армении к страхованию жизни — медицинское, от несчастных случаев.

² За десять месяцев 2014 г. (Дюжигов Е. Ф. К общим подходам к регулированию и единому страховому рынку ЕАЭС // Финансы. № 9. 2015. С. 33).

Источники: Statistical Bulletin. Central Bank of Armenia. 2015; Статистический бюллетень Банка России. 2015. № 3; Сводный отчет о страховых премиях, принятых по договорам страхования по регионам РК. Национальный банк РК. 2015. 1 янв.; Годовой отчет о деятельности Государственной службы регулирования и надзора за финансовым рынком при Правительстве Кыргызской Республики (Госфиннадзор) за 2014 год; Структура поступлений страховых взносов и страховых выплат за 2014 г. — Министерство финансов РБ.

Исламские страховые продукты

Велик интерес к развитию исламских страховых продуктов в странах с большой долей исламского населения (РФ, Казахстан, Кыргызстан).

В РФ неоднократно предпринимались попытки создания исламских страховых продуктов в рамках действующего правового поля¹.

Правительством Республики Казахстан в 2012 г. утверждена Дорожная карта развития исламского финансирования до 2020 г., включающая исламское страхование. В 2015 г. приняты нормы права, определяющие порядок исламского страхования², в том числе в части создания дополнительных видов лицензий на исламское (пере-) страхование³.

В Кыргызстане, несмотря на принятие Положения об организации страхования по исламским принципам (такафул) от 12 сентября 2009 г. № 578, пока подобных страховых продуктов нет. Планируются поправки в Положение, чтобы внедрение такафул в Кыргызстане стало возможным⁴.

1.9.3. Страховые посредники: виды и регулирование

Страховые рынки стран ЕАЭС характеризуются разрозненной терминологией, несопоставимыми требованиями к финансовой устойчивости страховых (перестраховочных) организаций, значимыми несовпадениями в лицензиях по видам страхования, различиями в уровне внедрения риск-ориентированного надзора.

¹ Пример. Страховые финансовые продукты ООО «ИСК «Евро-Полис» (позволяют каждому страхователю участвовать в благотворительной деятельности частью страховой премии, перестрахование у нерезидентов — исламских перестраховочных компаний).

² Закон Республики Казахстан от 27 апреля 2015 г. № 311-V «О внесении изменений и дополнений в некоторые законодательные акты Республики Казахстан по вопросам страхования и исламского финансирования».

³ До принятия закона страховые исламские продукты были уже представлены на казахском рынке Обществом взаимного страхования «Такафул».

⁴ См.: Справка-обоснование к проекту постановления Правительства Кыргызской Республики от 12 сентября 2009 г. № 578 «О внесении изменений и дополнений в постановление Правительства Кыргызской Республики «Об утверждении Положения об организации страхования по исламским принципам (такафул)» // Госфиннадзор. 2015. 12 окт.

1.9. Страховой сектор

Основные понятия (страховые (перестраховочные) организации и брокеры, агенты, актуарии) схожи в законодательстве стран ЕАЭС, различия касаются регулирования актуарной деятельности (требования к аккредитации, лицензированию), особенностей деятельности сопутствующих посредников (аварийные комиссары, сюрвейеры и т.д.) (табл. 1.86).

Институты *сюрвейеров, аджастеров, андеррайтеров, аварийных комиссаров* упоминаются только в законодательстве РФ и Казахстана. В других странах ЕАЭС могут действовать лица, выполняющие эти функции.

Обобщающее понятие «профессиональный участник страхового рынка» присутствует только в законодательстве Казахстана и включает страховые и перестраховочные организации, страховых брокеров, лицензируемых актуариев. В РФ аналогичное понятие — субъект страхового дела (страховые организации, ОВС, страховые брокеры). И в Казахстане, и в РФ они действуют на основании лицензии.

Таблица 1.86. **Страховые посредники в странах ЕАЭС**

Вид института	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
Страховые (перестраховочные) организации	Да (лицензия)				
Страховые (перестраховочные) брокеры	Да (лицензия)	Да (нет лицензий)	Да (лицензия)	Да (лицензия)	Да (лицензия)
Страховые агенты	Да	Да	Да	Да	Да
Актуарии	Да (актуар / ответственный актуар)	Законодательно не определены	Да (лицензия)	Нет аккредитованных (лицензируемых), привлекаются в том числе актуарии Казахстана ¹	Да, обязательное членство в СРО; ответственный актуарий — обязательная аттестация СРО
Сюрвейер	х	х	Да	х	Да
Аджастер	х	х	Да	х	х
Андеррайтер	х	х	Да	х	х
Ассистанс-организация	х	Да	х	х	х
Аварийные комиссары	х	х	х	х	Да
Обобщающие понятия	х	Субъекты страхования — застрахованный, страхователь, страховщик	Профессиональные участники страхового рынка — (пере-) страховые организации, страховой брокер, лицензируемый актуарий.	Страховой посредник — страховой агент, страховой брокер,	Субъекты страхового дела — страховые организации, ОВС, страховые брокеры

Вид института	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
			Участники страхового рынка — профессиональные участники, страховой агент, страхователь, выгодоприобретатель, застрахованный, независимый оценщик, андеррайтер, аджастер, сюрвейер, страховой омбудсмен, объединения указанных лиц. Субъекты страховой деятельности — (пере-) страховые организации	перестраховочный брокер. Участники страхового рынка — страхователи, страховщики, страховые агенты, страховые и перестраховочные брокеры, перестраховочные компании	

¹ Законом КР от 28 мая 2015 г. № 122 «О внесении изменения и дополнений в некоторые законодательные акты Кыргызской Республики» предусматривается лицензирование актуариев.

Источники: Национальное законодательство.

Страховые (перестраховочные) организации и брокеры и их регулирование

Количество участников страхового рынка стран — функция от объема рынка (табл. 1.87).

Таблица 1.87. **Количество страховых организаций, начало 2016 г.**

Вид организации	Армения (01.01.2016)	Беларусь (21.01.2016)	Казахстан (01.01.2016)	Кыргызстан (25.06.2015)	Россия (01.01.2016)
Страховые организации	7	24	33	17	334
Страховые брокеры	2	30	15	н/д	134

Источники: сайты национальных регуляторов.

Жесткость регулирования страховых посредников неравномерна. В ряде стран внедрены элементы риск-ориентированного надзора. В *Армении* максимальный уровень внедрения: по аналогии с банковским регулированием введены норматив достаточности капитала, норматив ликвидности и др. Некоторые элементы риск-ориентированного надзора внедрены в *РФ*: запрет на размещение страховых резервов в векселях, оперативный мониторинг инвестиционных активов страховщиков¹, системы внутреннего контроля и внутреннего аудита в

¹ О реализации Центральным банком Российской Федерации (Банком России) полномочий по регулированию, контролю и надзору в сфере финансовых рынков: результаты, проблемы. Аналитическое управление Аппарата Совета Федерации. 2014. 14 июля.

страховой организации¹. В *Казахстане* внедрение принципов риск-ориентированного надзора минимально. Несмотря на наличие термина «капитал под риском», при расчете норматива достаточности маржи платежеспособности (по страхованию жизни) «взвешивание на риск» не производится, а расчет показателя близок российскому (методологически, за исключением ряда количественных лимитов и особенностей структуры собственного капитала и несколько разной структуры резервов). В *Кыргызстане* система страхового надзора слаба, актуально построение эффективного надзора «в целом». В *Беларуси*, по экспертным оценкам, несмотря на достаточно строгие стандарты регулирования, отсутствуют «хорошо разработанные, основанные на современных технологиях инструменты риск-менеджмента»².

Состав пруденциальных нормативов для страховых (перестраховочных) организаций значительно различается в странах ЕАЭС (кроме требований к минимальному размеру уставного капитала, достаточности собственных средств и наличия определенных видов страховых резервов). Все государства ориентированы на внедрение международных стандартов IAIS³; намерения по введению более жестких требований «Платежеспособность II» («Solvency II») (действуют в ЕС) заявлены в стратегиях России, Казахстана, Армении⁴.

Все страны внедряют МСФО, но уровень реализации неоднороден. В Армении и Казахстане МСФО действуют для всех видов организаций (национальные стандарты признаны соответствующими международным), в Кыргызстане и Беларуси — для публичных компаний (в том числе страховщиков). В РФ МСФО обязательно для страховых организаций⁵, в планах — отменить для страховщиков обязательную отчетность по российским стандартам и полностью перейти на МСФО.

Страховые актуарии

Страховые *актуарии* представлены на рынках всех стран, но уровень их развития неравномерен (менее развиты в Беларуси и Кыргызстане). Особенно низким развитием характеризуется страховой рынок Кыргызстана⁶.

¹ Стратегия развития страховой деятельности в Российской Федерации до 2020 г., утв. распоряжением Правительства РФ от 22 июля 2013 г. № 1293-р. (Раздел I).

² Оценка S&P. См.: Риски евразийского страхования // Экономическая газета. 2014. 22 авг.

³ Несмотря на то что Соглашение о взаимопонимании с IAIS не подписал регулятор ни одной из стран ЕАЭС, ее членами являются четыре государства, за исключением Кыргызстана. Регуляторы и СРО этих стран (например, ОО «Общество актуариев Казахстана», Всероссийский союз страховщиков — члены-наблюдатели) принимали участие в разработке Ключевых принципов страхования (Insurance Core Principles) и все из них предполагают внедрение их в законодательство.

⁴ «Анализ и оценка возможных воздействий на этапе постепенного внедрения основных принципов Солвенси 2» (Стратегия Центрального банка Республики Армения на 2015—2017 гг., Раздел II. Обеспечение финансовой стабильности). До вступления в ЕАЭС Армения в значительной мере ориентировалась на сближение национального законодательства в сфере финансовых рынков с законодательством ЕС.

⁵ Федеральный закон от 27 июля 2010 г. № 208-ФЗ (в ред. от 4 ноября 2014 г.) «О консолидированной финансовой отчетности» (ст. 2).

⁶ «Кыргызское общество актуариев» не имеет лицензию на актуарную деятельность, его члены не являются лицензированными актуариями, но имеют сертификаты о сдаче квалификационного экзамена, проведенного актуариями Казахстана. При разработке страховых тарифов и размеров страховых сумм (лимит ответственности) по новым видам ОСГО были привлечены лицензированные актуарии Казахстана из-за отсутствия актуариев в Кыргызстане.

В странах ЕАЭС различаются подходы к допуску актуариев на рынок (аттестация, аккредитация, лицензирование). Различны подходы к регулированию деятельности СРО. В Беларуси и Кыргызстане они не созданы («Кыргызское общество актуариев» не имеет статуса СРО).

Полноправным членом Международной ассоциации актуариев (International Actuarial Association) является только российское СРО актуариев (Ассоциация Гильдия актуариев). Общества актуариев Казахстана и Армении — ее ассоциированные члены (члены-наблюдатели).

Общества взаимного страхования

Взаимное страхование (страхование, осуществляемое некоммерческими организациями без специальной лицензии на осуществление страховой деятельности) — одна из наименее регулируемых областей в страховании. Число ОВС в ЕАЭС невелико: 10 — в РФ, 14 — в Казахстане¹. Импульсом к развитию ОВС в Казахстане стало введение в 2004 г. обязательного страхования в растениеводстве и предоставление сельскохозяйственным производителям самостоятельно страховать свои риски путем объединения в ОВС².

В Казахстане и РФ создано специальное законодательство³, в гражданском кодексе Беларуси содержится статья, посвященная ОВС. ОВС «подвластны» мегарегуляторам (Национальный банк Казахстана, Банк России). В Казахстане мегарегулятор ведет реестр ОВС, в России — лицензирует их. И в РФ, и в Казахстане установлены требования к резервам и порядку их инвестирования, осуществляется надзор за резервами⁴.

Роль государственного сектора и концентрация рынка

Уровни огосударствления страхового сектора для стран ЕАЭС различны. В Беларуси роль государства на страховом рынке значительна. На Белорусское республиканское унитарное страховое предприятие «Белгосстрах» приходится 50% всех страховых взносов страны. Единственная перестраховочная организация — РУП «Белорусская национальная перестраховочная организация».

¹ На начало 2016 г.

² Анализ механизмов страхования сельскохозяйственной отрасли государств — членов Таможенного союза и Единого экономического пространства. Евразийская экономическая комиссия. 2013. 14 авг.

³ Федеральный закон от 29 ноября 2007 г. № 286-ФЗ (в ред. от 4 ноября 2014 г.) «О взаимном страховании»; Закон Республики Казахстан от 5 июля 2006 г. № 163-III «О взаимном страховании» (с изм. и доп. по состоянию на 24 декабря 2012 г.)

⁴ Приказ Минфина России от 11 июня 2002 г. № 51н (в ред. от 8 февраля 2012 г.) «Об утверждении Правил формирования страховых резервов по страхованию иному, чем страхование жизни» и указание Банка России от 16 ноября 2014 г. № 3444-У «О порядке инвестирования средств страховых резервов и перечне разрешенных для инвестирования активов» распространяются в том числе на ОВС с учетом их особенностей.

Правила инвестирования активов обществ взаимного страхования и Инструкция о требованиях к формированию, методике расчета страховых резервов обществ взаимного страхования и их структуре, утв. постановлением Правления Агентства РК по регулированию и надзору финансового рынка и финансовых организаций от 1 марта 2010 г. № 29.

1.9. Страховой сектор

В *России* доля государственного сектора на страховом рынке, наоборот, невелика. Из десятки крупнейших компаний по сбору страховых премий (65% всех собранных премий) только две находятся в государственной собственности (8% всех собранных премий) (табл. 1.88).

Таблица 1.88. **Крупнейшие страховые компании РФ по объему собранных страховых премий за январь — сентябрь 2015 г.**

№	Наименование компании	Собственность	Страховые премии (без ОМС), млрд руб. ¹	Доля в общем объеме страховых премий, %
1	Росгосстрах	С 2001 г. по сентябрь 2009 г. государственная собственность (100% на начало) была полностью отчуждена в частную	110	14
2	Согаз	Частная собственность (небольшая доля государства через Газпромбанк)	104	13
3	Ресо-гарантия	Частная собственность	57	7
4	Ингосстрах	Частная собственность	52	7
5	АльфаСтрахование	Частная собственность	42	5
6	ВСК	Частная собственность	36	5
7	ВТБ Страхование	Государственная собственность	34	4
8	Сбербанк Страхование жизни	Государственная собственность	30	4
9	Согласие	Частная собственность	23	3
10	Росгосстрахжизнь	Частная собственность	16	2
	Всего (293 компании)		769	65

¹ Рейтинг страховых компаний по объему собранных в январе — сентябре 2015 г. страховых премий. Рейтинговое агентство РИА Рейтинг.

Роль перестраховщиков

Для страховых рынков ЕАЭС характерна высокая зависимость от зарубежных перестраховщиков. На 1 октября 2015 г. в Казахстане на перестрахование нерезидентам передано 28,2% от совокупного объема страховых премий (из всего переданных на перестрахование 32,9% от этого объема)¹. В РФ 12—14% премий передается на перестрахование, в том числе 9—10% всех премий — за рубеж (за 2013 г. — первое полугодие 2015 г.)².

¹ Текущее состояние страхового сектора Республики Казахстан по состоянию на 1 октября 2015 г. Национальный банк Республики Казахстан. Алматы, 2015 г.

² Рассчитано на основе Статистических показателей и информации о субъектах страхования ЦБ РФ.

1. Финансовые рынки Евразии: как они устроены

Информационная прозрачность страхового рынка

Единые базы данных о страховых договорах созданы в Казахстане (по всем видам страхования), в РФ (по ОСАГО и КАСКО). В Армении с 2008 г. начала действовать БД клиентов страховых и перестраховочных компаний — страховой регистр¹. В Беларуси предполагается формирование «страховых историй» по добровольным видам страхования (табл. 1.89).

Таблица 1.89. **Базы страховых историй в странах ЕАЭС**

Армения	Беларусь	Казахстан	Россия
С 2008 г. начала действовать информационная система, основывающаяся на БД клиентов страховых и перестраховочных компаний — страховой регистр (информация о предыдущих контрактах, потенциальных страхователях) ¹	С 2016 г. предполагается формирование страховых историй Министерством финансов, но только по добровольным видам страхования ²	Единая страховая база данных (ЕСБД) (по всем видам страхования). Законодательно ее действие распространяется только на ОСАГО и иные виды обязательного страхования ³ . С 2012 г. в базу поступают данные договоров по добровольным видам страхования (24 вида страхования) ⁴ . До 1 июля 2017 г. ведение БД осуществляет ТОО «Актуарное статистическое бюро», но к 30 июля 2017 г. обязано на безвозмездной основе передать ЕСБД государственному кредитному бюро ⁵	БД создана сначала только по ОСАГО, в полном режиме с 2014 г. (АИС ОСАГО), с 2015 г. дополнена КАСКО — Единая АИС «Бюро страховых историй»

¹ О развитии рынка страховых услуг в государствах — участниках СНГ. Информационно-аналитический обзор. СНГ. Москва, 2013. С. 5.

² Указ Президента РБ от 14 апреля 2014. № 165 «О внесении изменений и дополнений в указы Президента Республики Беларусь по вопросам страховой деятельности в Беларуси с 2016 года».

³ Закон Республики Казахстан от 18 декабря 2000 г. № 126-III «О страховой деятельности» (с изм. и доп. по состоянию на 24 ноября 2015 г.) (п. 1 ст. 79).

⁴ Казахстанский страховой рынок: эволюция продолжается // Рынок страхования. Алматы. Май 2015. № 5 (128); см. также структуру видов страхования в ЕСБД — http://asb.kz/wiki/index.php?title=Интеграция_с_ЕСБД.

⁵ Закон Республики Казахстан от 27 апреля 2015 г. № 311-V «О внесении изменений и дополнений в некоторые законодательные акты Республики Казахстан по вопросам страхования и исламского финансирования» (с изм. от 24 ноября 2015 г.) (п. 3 ст. 2).

¹ О развитии рынка страховых услуг в государствах — участниках СНГ. Информационно-аналитический обзор. СНГ. М., 2013. С. 5.

1.10. Финансовые центры Евразии

1.10.1. Стратегические планы создания МФЦ на территории стран ЕАЭС

Во всех странах ЕАЭС заявлялись намерения создать МФЦ, но только в двух странах (России и Казахстане) разработаны программы и реализуются конкретные меры (по сути, развития финансового рынка в целом и сопутствующей социально-экономической инфраструктуры) (табл. 1.90).

Таблица 1.90. Оценка стадии создания МФЦ в странах ЕАЭС¹

Страна	Стадия
Армения	Стратегии формирования финансового центра нет. Планировалось в 2008 г. принять концепцию по превращению Армении в региональный финансовый центр ² , но она не была утверждена. В прессе обсуждается идея создания в Ереване регионального финансового центра
Беларусь	Создание МФЦ носит декларативный характер. Стратегические и практические шаги сводятся к созданию административно-деловой, социально-культурной, спортивной и жилой инфраструктуры (указ Президента Республики Беларусь от 22 сентября 2014 г. № 456 «О реализации инвестиционного проекта «Экспериментальный многофункциональный комплекс «Минск-Мир»)
Казахстан	Шаги по созданию финансового центра начаты раньше других стран ЕАЭС (2001 г. — начало разработки обоснования создания МФЦ в Алматы ³). Был создан «региональный финансовый центр города Алматы» (РФЦА), имеющий особый правовой режим (специальный статус, налоговые льготы и др.), регулируемый специальным законодательством ⁴ . В 2015 г. был сделан переход к развитию МФЦ в Астане (принято законодательство со сходным перечнем льгот ⁵)
Кыргызстан	В начале 2015 г. обсуждалась инициатива создания в Бишкеке регионального финансового центра. Подготовлен законопроект «О региональном финансовом центре города Бишкек» (раскритикован как недоработанный) ⁶
Россия	«Концепция создания МФЦ» в Москве утверждена в феврале 2009 г. В развитие были приняты дополнительные документы (подробнее см. раздел «Финансовый центр Москвы»)

¹ См. разделы 3.1, 3.2 Отчета по 2-му этапу.

² Программа Правительства на 2008—2012 годы Республики Армения, утвержденная постановлением Правительства Республики Армения 28 апреля 2008 г. № 380-А.

³ Постановление Правительства Республики Казахстан от 27 июля 2001 г. № 1014 «О развитии города Алматы как регионального финансового центра» // <http://www.nationalbank.kz> — раздел «РФЦА» / «Хроника развития».

⁴ Закон Республики Казахстан № 145-III ЗРК от 5 июня 2006 г. «О региональном финансовом центре города Алматы» (с изменениями и дополнениями по состоянию на 27.04.2015 г.) (утратил силу 7 декабря 2015 г.).

⁵ Конституционный закон Республики Казахстан от 7 декабря 2015 г. № 438-V «О международном финансовом центре «Астана»».

⁶ Готовится законопроект «О Региональном финансовом центре города Бишкек». 20.02.2015. <http://intercomex.org/>.

Как для РФ на первом этапе, так и для Казахстана было характерно позиционирование МФЦ как регионального, с дальнейшим повышением статуса. В РФ предполагалось создание одного из крупнейших МФЦ в евро-азиатском регионе

1. Финансовые рынки Евразии: как они устроены

(в первом концептуальном документе — к 2012 г.), а к 2020 г. — вхождение в 10 крупнейших МФЦ (по рейтингам GFCI и IFCI Index). В Казахстане планировалось создание регионального финансового центра в Алматы для Средней Азии (к 2012 г.).

Если в России большинство мер было направлено на развитие финансового рынка в целом, без привязки к Москве, то в Казахстане (и для Алматы, и для Астаны) создавался специальный обособленный центр, со специальными налоговыми и правовыми режимами. Несмотря на амбициозные планы, основными препятствиями являются дефицит ликвидности, отсутствие интереса и средств крупных иностранных инвесторов.

1.10.2. Финансовый центр Москвы

Москва — самый большой город в ЕАЭС, столица крупнейшей экономики, лидер по финансовому развитию (число участников рынка, объемы рынка, насыщенность финансовыми продуктами и др.) (табл. 1.91).

Таблица 1.91. **Позиции Москвы на российском финансовом рынке**

Сектор	Характеристика
Банковский рынок	По большинству направлений на кредитные организации из Москвы приходится примерно 50% рынка РФ (количество организаций, объемы кредитов и привлеченных средств). По ряду позиций доля выше 50%: привлеченные средства в иностранной валюте, средства на счетах в иностранной валюте. Единственный показатель, который существенно ниже 50%, — депозиты физических лиц в рублях. Доля остатков средств на корреспондентских счетах банков Москвы и Московского региона в их сумме по РФ составляет около 90% (весна 2016 г.)
РЦБ	Лидер по всем секторам РЦБ, за исключением товарного рынка (ряда товаров)
Страховой рынок	Лидер по объемам страховых премий и выплат, числу зарегистрированных субъектов страхового дела и др. (табл. 1.92)

Таблица 1.92. **Уровень концентрации страхового рынка РФ, %**

Субъект РФ	Число субъектов страхового дела	Страховые премии (взносы)			Выплаты
		Всего	по добровольному страхованию	по обязательному страхованию	
Москва	53	75	79	57	78
Московская область	5	15	11	31	12
Всего РФ	100	100	100	100	100

Примечание. Число субъектов страхового дела — на 1 января 2016 г. Источник — Банк России (данные реестра субъектов страхового рынка).

Суммы страховых взносов и выплат — за 2014 г. Источник — Росстат (Обзор деятельности страховщиков в 2014 г. 16 июля 2015 г.).

Казалось бы, имеются все предпосылки для формирования здесь центра притяжения финансов евразийского региона. Но, несмотря на длительную историю, позиции финансового центра Москвы в сравнении с зарубежными МФЦ значительно за этот период не изменились (табл. 1.93), Москва стала только менее интересна зарубежным инвесторам (улучшение только в апреле 2016 г.).

Таблица 1.93. Место Москвы в рейтинге GFCI Z/Yen Group¹

Год	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 (март)	2016 (сентябрь)
Рэнкинг Москвы	45	56	60	68	68	65	65	73	75	67	84
Число городов в рэнкинге	46	59	62	75	75	77	79	83	82	86	87

¹ Рейтинг МФЦ публикуется дважды в год группой Z/Yen. Значение рейтинга приведено на март.

Рейтинг составляется на основе опроса представителей бизнеса. Основные критерии рейтинга: деловой климат, квалификация персонала, уровень инфраструктуры. Объемы рынков имеют подчиненное значение.

Впервые в нормативном поле цель — МФЦ в Москве — появилась в 2008 г.¹ Первый документ, содержащий конкретные шаги, — «Концепция создания МФЦ», утвержден в 2009 г.² В развитие была разработана дорожная карта (июнь 2013 г.)³, мониторинг выполнения которой регулярно осуществляется. На начало 2016 г. большинство мер дорожной карты 2013 г. были выполнены. Разрабатывается новая дорожная карта по МФЦ (планируется завершить в 2016 г.).

Не только критики, но и координаторы проекта МФЦ⁴ признают, что, несмотря на выполнение дорожных карт и некоторое повышение привлекательности финансовой среды в РФ (создание ЦД, улучшения условий для новых видов финансовых продуктов, допуск на валютный рынок Московской биржи других стран ЕАЭС в упрощенном порядке и др.), сформировать в Москве конкурентоспособный МФЦ не удалось. Разберемся в причинах.

Проблемный анализ мер по созданию МФЦ в Москве

1. *Проектное управление, специальная организационная структура* — создание отдельных рабочих групп (представители регуляторов, участники рынка)⁵. Инфор-

¹ Концепция долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации до 2020 г., утверждена решением Правительства РФ от 17 ноября 2008 г. № 1662-р (в ред. распоряжения Правительства РФ от 8 августа 2009 г. № 1121-р). Раздел IV.3.

² Концепция создания международного финансового центра в Российской Федерации, утв. Правительством РФ 5 февраля 2009 г.

³ План мероприятий («дорожная карта») «Создание Международного финансового центра и улучшение инвестиционного климата в Российской Федерации», утв. распоряжением Правительства РФ от 19 июня 2013 г. № 1012-р.

⁴ Руководитель Российско-Британской рабочей группы (РБРГ) по созданию МФЦ Александр Волошин называет причиной неудачи неблагоприятный экономический климат (Что не так с российским МФЦ // Financial One. 2015. 14 дек.).

⁵ Сформирована рабочая группа по координации создания МФЦ при Совете при Президенте по развитию финансового рынка РФ (в составе семи проектных групп, руководители которых утверждались

1. Финансовые рынки Евразии: как они устроены

мация о какой-либо практической деятельности проектных групп с 2014 г. минимальна. После разработки дорожной карты МФЦ летом 2013 г. осуществляет только ее регулярный мониторинг.

2. *Цель политики и специализация* — отсутствует четкое позиционирование как в региональном плане (Евро-азиатский регион), так и в инструментальном. Не названы конкуренты, не выделены конкурентные преимущества. Концепция предусматривает развитие финансового рынка в целом. В документах рассматривается совершенствование по всем направлениям: процедуры эмиссии, НПФ, потребительское кредитование, товарный рынок, операции с драгоценными металлами, биржевые ПИФ, секьюритизация, инфраструктурные облигации, ипотечные ценные бумаги, развитие биржевой инфраструктуры, срочные сделки, коллективные инвестиции, сделки репо и др. Сектора и инструменты, на которых сосредоточены регулятивные меры, — не сектора конкурентоспособности, а сектора с максимальными проблемами в развитии.

3. *Источники ликвидности*. Для российского рынка характерен из года в год отток капитала, высока роль краткосрочных ресурсов нерезидентов. МФЦ возможен, если только создать пул заинтересованных иностранных инвесторов, ключевых игроков для запуска МФЦ. Это не было сделано. Собственной ликвидности внутри России недостаточно.

4. Несмотря на ряд *налоговых мер*, представляющих вклад в развитие МФЦ (новые инвестиционные и социальные налоговые кредиты, уточнение порядка налогообложения ряда сделок), в целом налоговая политика имела характер устранения проблемных мест законодательства, а не создания системы стимулов развития финансового рынка. Налоговые условия в РФ для финансовых операций как резидентов, так и нерезидентов остаются менее выгодными в сравнении с другими МФЦ и даже странами ЕАЭС. Налоговое стимулирование распространяется в целом на финансовый рынок. Нет привязки к МФЦ, не предполагается создание специального налогового режима, льгот для нерезидентов, особого режима налогообложения.

5. Вместе с тем достижениями с точки зрения создания условий для МФЦ является ряд инфраструктурных преобразований: формирование ЦД, центрального контрагента (НКЦ), допуск Euroclear и Clearstream к операциям на российском рынке, созданы условия для прямого допуска на Московскую биржу нерезидентов (Direct Market Access), внедрен режим торгов T+N и др. Осуществлен переход к плавающему валютному курсу.

Итак, основные проблемы, препятствующие созданию МФЦ в Москве: проблемная концепция МФЦ, вялость управления проектом, дефицит ликвидности, высокая зависимость от нерезидентов и их слабый интерес к МФЦ в Москве, неконкурентоспособный налоговый режим.

Администрацией Президента). Еще один орган — Международный консультативный совет по созданию и развитию МФЦ, «Аналитический центр «Форум» — техническая поддержка.

1.10.3. МФЦ в Санкт-Петербурге

В мировых рейтингах Санкт-Петербург представлен, как отдельный МФЦ с рейтингом GFCI, чуть худшим, чем Москва (табл. 1.94).

Таблица 1.94. Динамика рейтинга GFCI для Москвы, Санкт-Петербурга и Алматы (2013—2016)¹

МФЦ	Сентябрь 2013	Март 2014	Сентябрь 2014	Март 2015	Апрель 2016
Москва	69	73	80	75	67
Санкт-Петербург	76	78	72	78	82
Алматы	—	58	43	49	77
Всего позиций в рейтинге	80	83	83	82	86

¹ По данным группы Z/Yen (<http://www.zyen.com/research/gfci.html>).

На финансовом рынке Санкт-Петербурга на начало 2015 г. концентрируется от 3 до 10% российского финансового рынка¹: 3,7% кредитных организаций², 7,7% всего объема выданных кредитов в России³; 11,9% депозитов физических и юридических лиц, средств на счетах организаций в рублях и в иностранной валюте⁴; 5,2% лицензий на осуществление брокерской деятельности⁵, 5,3% — дилерской деятельности, 6,3% — деятельности по доверительному управлению, 5,3% — депозитарной деятельности, 5,1% — на ведение реестров ценных бумаг⁶; 5 из 8 выданных лицензий фондовых бирж⁷.

После объединения двух российских бирж ММВБ и РТС в конце 2011 г. биржевая торговля перестала рассматриваться в региональной привязке к Москве и Санкт-Петербургу. Однако специфика Санкт-Петербурга как финансового центра стала поддерживаться в рамках развития товарной биржевой торговли на базе ЗАО «Биржа Санкт-Петербург» (создана 31 января 1991 г., до 10 мая 2016 г. — ЗАО «Биржа Санкт-Петербург») и АО «СПБМТСБ» (создана в мае 2008 г., до 21 июня 2016 г. — ЗАО «СПБМТСБ»).

По данным 2013 г., на долю группы Московской биржи приходились 9,6% товарного оборота, на долю бирж Санкт-Петербурга — 90,4%. Прослеживается их специализация на нефтепродуктах (табл. 1.95).

¹ По данным ЦБ РФ (показатели объемов — с учетом ВЭБ).

² По состоянию на 24 апреля 2015 г.

³ По данным на 1 марта 2015 г. В большей части в рублях (8,2%), в меньшей степени в иностранной валюте (4,1%).

⁴ В том числе 7% в рублях и 5% в иностранной валюте. Наиболее значимыми источниками привлеченных средств на 1 марта 2015 г. являлись: средства на счетах негосударственных организаций в рублях (концентрация — 9%) и депозиты и вклады физических лиц в иностранной валюте — 8,7%, в иностранной валюте и драгметаллах — 5%. Наименьший показатель концентрации приходился на депозиты юридических лиц в иностранной валюте — 2,8%.

⁵ По состоянию на 30 апреля 2015 г.

⁶ По данным ЦБ РФ (http://www.cbr.ru/finmarkets/?Prtid=sv_secu&ch=PAR_58134#CheckedItem).

⁷ По данным ЦБ РФ на 30 апреля 2015 г.

1. Финансовые рынки Евразии: как они устроены

Таблица 1.95. Место бирж Москвы и Санкт-Петербурга на российском биржевом товарном рынке¹

Биржи и группы, имеющие товарные сегменты	Основная специализация (по товарам)	Доля на российском биржевом товарном рынке, 2013 г., %
Биржи группы Московской биржи		9,6
ОАО «Санкт-Петербургская биржа» ОАО «СПБ»	Цемент, удобрения	0,2
ОАО «Мосэнергобиржа»	Электроэнергия	3,5
ЗАО «Национальная товарная биржа», ЗАО «НТБ» (с учетом интервенций)	Пшеница, рожь, рис, драгметаллы	5,9
Биржи Санкт-Петербурга, не входящие в группу Московской биржи		90,4
ЗАО «СПбМТСБ»	Нефтепродукты, нефть, уголь, другие товары	87,4
ЗАО «Биржа «Санкт-Петербург»	Нефтепродукты	2,2
Товарные биржи, не имеющие лицензию фондовой биржи — ММТБ	Нефтепродукты	0,8

¹ По данным годового отчета ЗАО «СПбМТСБ» за 2013 г. (<http://spimex.com/upload/results/2013.pdf>).

1.10.4. Финансовые центры в Казахстане: Алматы, Астана

Алматы

Город Алматы появился в рейтинге GFCI впервые в 2014 г. (58-е место — табл. 1.94), в сентябре 2015 г. занял 51-е место, а в рейтинге GFCI для Центральной Азии и Восточной Европы занял 3-е место после Варшавы и Стамбула. Алматы является крупнейшим городом Казахстана по численности населения и его «финансовой» столицей (табл. 1.96).

Таблица 1.96. Роль Алматы в финансовом секторе Казахстана¹

Сектор	Показатель	Приходится на Алматы, в % от показателей по Казахстану в целом
Банковский сектор	Количество банков	90
	Активы банков	94
	Депозиты/текущие счета	42 / 45
	Кредиты экономике	57
Страховой сектор	Количество страховых (перестраховых) организаций	86
	Страховые премии	46
	Страховые выплаты	38
РЦБ	Количество брокеров-дилеров	92

¹ См. раздел 3.1.4.3 Отчета по 2-му этапу.

Источник: данные Национального банка Республики Казахстан.

Для создания регионального финансового центра Алматы (далее РФЦА), стартовавшего в 2001 г., было принято большое число нормативных актов, программ и концепций развития, но ни РФЦА, ни финансовый рынок Казахстана не получили ожидаемого развития. В 2007—2014 гг. в Казахстане почти в 2 раза снизилось количество брокеров-дилеров и управляющих, капитализация рынка и объем торгов на KASE упали на 60 и 20% (рост торгов в 2014 г. за счет валюты). Рынок корпоративных ценных бумаг KASE сократился почти в 4 раза, операции репо — в 3 раза¹. Большинство нормативных актов по РФЦА утратили силу в 2014—2015 гг., в том числе в связи с созданием МФЦ в Астане.

Основные результаты развития РФЦА:

1. Специализация, участники, инфраструктура²

РФЦА был ориентирован на привлечение институциональных инвесторов и эмитентов из России и других стран СНГ (торговля казахскими и иностранными ценными бумагами), с 2010 г. — на развитие регионального центра исламского финансирования в СНГ и Центральной Азии.

В РФЦА были созданы специальная торговая площадка (на базе KASE)³, рейтинговое агентство РФЦА, учебный центр «Академия РФЦА», Евразийская товарная биржа⁴.

Основными участниками РФЦА должны были стать казахские и иностранные брокеры-дилеры, но действовал ряд ограничений (только небанковские институты; до 2013 г. исключались управляющие пенсионными активами и накопительные пенсионные фонды; исполнительный орган должен находиться в Алматы).

В результате из-за отсутствия значимых льгот для нерезидентов фактически участниками РФЦА стали «дочки» действующих членов биржи, созданные для получения налоговых льгот РФЦА (в 2013—2015 гг. число участников РФЦА сократилось с 22 до одного брокера-дилера), а специальная торговая площадка так и не получила активного развития⁵.

2. Система управления

Изначально для РФЦА был создан специальный правовой режим с отдельным регулятором (Агентством по регулированию деятельности РФЦА) и финан-

¹ См. пп. 1.7.1 и 1.7.4 Объем торгов — данные KASE. См. раздел 3.1.4.3 Отчета по 2-му этапу.

² По данным Национального банка Республики Казахстан (раздел «РФЦА»), нормативных актов — постановление № 90 РК, Указ № 922 РК, Годовые отчеты Национального Банка Республики Казахстан за 2012—2013 гг.

³ Специальная площадка перестала функционировать после принятия постановления Правления Национального Банка Республики Казахстан от 17 июля 2015 г. № 139 «О признании утратившим силу приказа и.о. Председателя Агентства Республики Казахстан по регулированию деятельности регионального финансового центра города Алматы от 15 декабря 2006 г. № 74 «Об определении акционерного общества «Казахстанская фондовая биржа» в качестве специальной торговой площадки регионального финансового центра города Алматы».

⁴ АО «Товарная биржа «Евразийская торговая система» была создана в 2008 г. при участии АО «РФЦА» и ОАО «Фондовая биржа РТС».

⁵ В 2007 г. на специальной торговой площадке РФЦА для участников предлагались бумаги 14 эмитентов, но все бумаги были из общего списка KASE, иностранные бумаги отсутствовали (по данным: Журсабаев Е., Полхов С. Региональный финансовый центр Алматы — перспективы становления. 2007 // <http://www.fundeh.org/publications/articles/67>).

совым судом. С 2011 г. агентство было упразднено, а его полномочия переданы Национальному банку Казахстана.

На Национальный банк были возложены функции разработки и реализации мероприятий по развитию МФЦ (регулирование и развитие РФЦА; государственная регистрация (перерегистрация) участников РФЦА; ходатайство о выдаче виз иностранным сотрудникам участников РФЦА; представительство РФЦА; ведение реестра участников РФЦА; возмещение затрат на аудит и др.); создан консультативно-совещательный орган — Совет по развитию финансового центра.

Была создана специальная организация — АО «Региональный финансовый центр города Алматы», на 100% принадлежащее государству и выполняющее функции управляющей структуры МФЦ (развитие инфраструктуры РФЦА, привлечение эмитентов и участников, в том числе иностранных; повышение инвестиционной привлекательности Алматы и Казахстана и др.). В 2012 г. АО «РФЦА» было ликвидировано, его активы переданы Министерству экономического развития и торговли РК¹.

Несмотря на сильную модель управления, процесс создания РФЦА был «перерегулирован» (большое число нормативных актов, административных процедур, почти ежегодное изменение правил деятельности, ограничения на виды участников), что не способствовало развитию РФЦА.

3. Налоговые и иные льготы для участников

В РФЦА действует упрощенная регистрация участников², отсутствуют визовые ограничения для иностранных физических лиц — сотрудников участников РФЦА. Изначально для участников РФЦА действовал льготный режим налогообложения, сейчас — только в рамках общей системы налоговых льгот. Специальные льготные условия для валютных и трансграничных операций нерезидентов не предоставлялись.

Эмитентам на РФЦА предоставляется возмещение из бюджета части затрат эмитентов на выпуск и листинг, но в 2012—2013 гг. такие заявки от эмитентов отсутствовали.

Результаты создания РФЦА неоднозначны: были созданы почти все условия, но рынок так и не заработал, и многое «положительное» было свернуто. Причины — отсутствие иностранной ликвидности и пула крупнейших иностранных игроков, отсутствие специальных льготных условий для трансграничных операций нерезидентов, негативные тенденции на внутреннем фондовом рынке (снижение торговой активности, прекращение деятельности НПФ), сосредоточенность (как и в МФЦ Москвы) на регулятивной инфраструктуре,

¹ Передача пакетов акций акционерных обществ «Рейтинговое агентство РФЦА», «Товарная биржа «Евразийская торговая система» и доли участия в товариществе с ограниченной ответственностью «РФЦА Инвест» (постановление Правительства Республики Казахстан от 19 января 2012 г. № 134 «О некоторых вопросах акционерного общества «Региональный финансовый центр города Алматы»).

² Изначально через Агентство по регулированию деятельности РФЦА (за один день), сейчас регистрация осуществляется через Национальный банк Республики Казахстан.

а не на привлечении «реальных» участников и ликвидности, отсутствие четкой специализации.

Астана

В 2015 г. была объявлена новая цель для развития финансового центра — Астана. Почему Астана? Это новая столица, с новой инфраструктурой, место проведения EXPO-2017. Планы для Астаны амбициозны — попасть в топ-10 азиатских и топ-30 мировых МФЦ (по рейтингу GFCI).

Как это будет достигнуто? Через создание МФЦ — специальной территории в рамках Астаны с особым правовым режимом. Закладываются: вектор «от локального центра к международному»; создание на территории EXPO-2017 специальной экономической зоны; специализация центра в области местных рынков капитала, управления активами, приватного банкинга, исламских финансов. Планируется применение норм английского права, использование английского языка в качестве официального, максимум ориентации на международную практику и стандарты мировых МФЦ¹.

Участникам МФЦ будет предоставлен массив льгот²:

— масштабные налоговые льготы — освобождение участников МФЦ до 2066 г. от корпоративного подоходного налога³; от налога на имущество и земельного налога; освобождение от индивидуального подоходного налога сотрудников — нерезидентов участников МФЦ (по доходам, полученным в МФЦ); освобождение физических и юридических лиц от уплаты налога по доходам от прироста стоимости ценных бумаг при их реализации, вознаграждений и дивидендов (по ценным бумагам в официальных списках биржи и по акциям участников МФЦ);

— снятие валютных ограничений для участников МФЦ⁴;

— привлечение иностранных сотрудников без получения разрешения;

— упрощенный визовый режим — допуск иностранных лиц по въездной визе по прибытии в РК; специальный режим для сотрудников участников МФЦ и их семей (въездная виза на пять лет); безвизовый въезд для граждан стран ОЭСР, ОАЭ, Малайзии, Сингапура, Монако на срок до 30 дней.

Планируемая система органов МФЦ Астаны будет включать высший орган, имеющий законодательные (в рамках МФЦ) полномочия⁵, управляющую орга-

¹ Закон о МФЦ РК, Указ № 24 РК, постановление № 393 РК.

² См.: Закон о МФЦ РК.

³ По доходам от оказания финансовых услуг в МФЦ (исламский банкинг, перестрахование и страховые брокеры, управление активами и инвестиционные фонды, брокерско-дилерские услуги и др.); от оказания юридических, аудиторских, бухгалтерских, консалтинговых услуг (участникам и органам управления МФЦ).

⁴ На валютные операции, проводимые на территории МФЦ участниками, не будет распространяться действие Закона Республики Казахстан от 13 июня 2005 г. № 57-III «О валютном регулировании и валютном контроле».

⁵ Совет по управлению центром, возглавляемый Президентом РК, определяет стратегию МФЦ, требования к участникам МФЦ, порядок лицензирования и допуска в МФЦ, структуру органов МФЦ и др.

1. Финансовые рынки Евразии: как они устроены

низацию МФЦ¹, специального финансового регулятора центра² и финансовый суд³.

Для стимулирования развития финансового сектора в Астане планируется возможное размещение наднационального органа по регулированию финансового рынка ЕАЭС на территории МФЦ, перевод Национального банка Казахстана и KASE из Алматы в Астану, дополнительные IPO наиболее привлекательных компаний, выпуск суверенных казначейских и инфраструктурных облигаций, исламских ценных бумаг, локализация в МФЦ управляющих Национальным фондом Республики Казахстан и др.

1.11. Национальные стратегии финансового развития

Как страны ЕАЭС видят свои финансовые рынки через 5, 10, 20 лет? Совпадает ли их видение с другими участниками ЕАЭС, есть ли общие решения или неразрешимые противоречия? Что из этих «картин» может и должно быть перенесено на «карту» общего финансового рынка Союза?

Ответы на эти вопросы — в национальных стратегиях развития финансовых рынков⁴ (табл. 1.97). Заложенная в документах «картина» будущего финансовых рынков для всех стран примерно одинакова, что объясняется схожей макроэкономической динамикой и моделями финансовых систем. Отдельные различия в основном отражают уровень развития и глубину финансовых рынков.

Таблица 1.97. Стратегические и концептуальные документы стран ЕАЭС на финансовом рынке¹

Позиция	Армения	Беларусь	Кыргызстан	Казахстан	Россия
Стратегические и концептуальные документы	35	40	63	27	36
Нормативные правовые акты, дополняющие направления развития финансовых рынков	9	33	21	20	49

¹ По состоянию на март 2015 г.

¹ Администрация МФЦ (акционерное общество при Национальном банке РК) обеспечивает условия для деятельности МФЦ — разрабатывает проекты постановлений Совета по управлению центром, принимает бюджет МФЦ и др.

² Комитет по регулированию финансовых услуг МФЦ (акционерное общество при Национальном банке РК) разрабатывает проекты постановлений Совета и принимает регулятивные положения по регулированию финансовых услуг, осуществляет регистрацию и лицензирование участников МФЦ, а также контроль и надзор за ними.

³ Обладает исключительной компетенцией по толкованию норм МФЦ.

⁴ Под национальными стратегиями развития финансовых рынков понимается широкий перечень стратегических и концептуальных документов стран ЕАЭС. Типы проанализированных документов: концепции, в том числе концепции развития рынка ценных бумаг, банковского, страхового секторов; стратегии, в том числе макроэкономические, инвестиционные, отраслевые стратегии; программы и планы; отчеты уполномоченных государственных органов / организаций, отчеты международных организаций; аналитические документы уполномоченных государственных органов / организаций; рекомендации, обоснования и проекты новых нормативных правовых актов, принципы регулирования; отчеты по оценке итогов реализации концептуальных документов; требования G20/FSB, других международных организаций (ВТО, ОЭСР, IOSCO и др.) (см. Приложение 1).

В будущем страны ЕАЭС видят себя с более конкурентоспособным и устойчивым финансовым сектором, обеспечивающим экономику инвестиционными ресурсами и доступными финансовыми услугами, эффективной правовой базой и системой регулирования и надзора, в том числе макропруденциальным регулированием. Целевые ориентиры развития — не только на количественные параметры секторов, но и на международные рейтинги — Doing Business, GCI, GFCI и др.

Существующие сегодня стратегии — это прежде всего национальные стратегии, пока не учитывающие проблемы и возможности интеграции. Эти документы готовились в разное время, большинство — до создания ЕАЭС. Но будущее этих стран — общий финансовый рынок, свободное движение капитала и финансовых услуг на евразийском пространстве. Решение этой задачи потребует, с одной стороны, максимально аккуратного учета национальных интересов, а с другой — выявления тех ключевых «точек» (в моделях рынков, макроэкономических условиях, системе регулирования и др.), которые нуждаются в дополнении и расширении, сближении и выравнивании, а иногда трансформации, с тем чтобы будущая «картина» евразийских финансовых рынков была больше, ярче и разнообразнее.

Финансовое развитие нельзя отделить от вопросов финансовой и макроэкономической стабильности, инвестиционного климата, валютного режима и счета капитала, поэтому для полной «картины» нужно «заглянуть» и в макроэкономические, валютные и инвестиционные политики.

1.11.1. Макроэкономические и институциональные условия

Макроэкономические условия развития финансовых рынков связаны с особенностями инвестиционной и валютной политики, режимом счета капитала, обеспечением финансовой стабильности. Их стратегические направления отражены в концептуальных документах¹.

Инвестиционная политика

Инвестиционные политики стран ЕАЭС содержат общие цели: стимулирование инноваций, развитие высоких технологий, приоритетные отрасли, защита прав собственности и снижение инвестиционных рисков (с небольшими отклонениями по специфике отраслевых приоритетов).

Включают широкий спектр задач: привлечение на финансовый рынок сбережений населения, улучшение условий работы институциональных инвесторов, направленность инвестиций на реальный сектор экономики.

¹ Аналитическая база макрополитик стран ЕАЭС в разрезе целей, задач, инструментов, механизмов, целевых ориентиров, отдельно по ключевым направлениям: привлечение инвестиций через фондовый рынок, участие государства в инвестициях, частные внутренние инвестиции, иностранные инвестиции — см. раздел 4.1.1.3 Отчета по 2-му этапу, табл. 45. На наднациональном уровне согласованные направления политики в области финансовых рынков к началу 2016 г. пока не представлены в виде отдельных документов. Исключение — валютная политика. В 2015 г. с переходом на 2016 г. рассматривается Проект Соглашения о валютных правоотношениях.

В части стран (Армения, Кыргызстан) обозначен курс на догоняющее развитие инвестиционной модели, переход от «потребительского» к инновационному формату¹.

Различия в инвестиционных политиках связаны с разными акцентами на привлечение иностранных инвестиций (Россия — в меньшей степени); с разной детализацией перспективных финансовых продуктов². Различия не существенны, определяются уровнем развития и национальной спецификой.

Меньше сходства в формах и степени участия государства в инвестиционном процессе. В России приоритеты государственных инвестиций — прежде всего в инфраструктурных проектах³, в поддержке институтов развития⁴. Созданные государством институты развития рассматриваются как временная мера, в долгосрочной перспективе — их приватизация.

В Казахстане делается акцент на использование государством стимулирующих инструментов: субсидирование процента по кредитам, предоставление гарантий (поручительств), предэкспортное финансирование и страхование экспортных операций. Предусмотрена широкая система государственных гарантий и поручительств, грантов, долевого участия.

Ведущую роль в привлечении инвестиций в Беларуси (в отличие от других стран) играют механизмы приватизации, реструктуризации. В долгосрочной перспективе — снижение роли государства.

Повышение рыночности инвестиционного процесса у всех стран связано с развитием института ГЧП⁵, в Армении и Кыргызстане дополнительно — повышение эффективности реализации госпрограмм⁶.

¹ См. Национальная стратегия устойчивого развития Кыргызской Республики на период 2013—2017 годы, утвержденная Указом Президента Кыргызской Республики от 21 января 2013 г. № 11. Глава 9. Развитие финансового сектора, Armenia Development Strategy for 2014-2025. Annex to RA Government Decree № 442-Non 27 March, 2014.

² В Армении — банковские и небанковские продукты, в Казахстане — использование средств пенсионной системы для перспективных проектов и т.д.

³ Выделяется только содействие осуществлению инвестиций российскими резидентами за рубежом, а также реализации международных исследовательских проектов (Государственная программа РФ «Управление государственными финансами и регулирование финансового рынка», утв. постановлением Правительства РФ от 15 апреля 2014 г. № 320, подпрограмма 8).

⁴ К финансовым институтам развития относятся: Инвестиционный фонд Российской Федерации, Внешэкономбанк, АО «Российская венчурная компания», АО «Агентство по ипотечному жилищному кредитованию», АО «Россельхозбанк», АО «Росагролизинг», ГК «Роснанотех», АО «Росинфокоминвест», ГК «Фонд содействия реформированию ЖКХ», Среди нефинансовых институтов можно назвать центры трансфера технологий, центры содействия энергоэффективности, особые экономические зоны (промышленно-производственные, технико-внедренческие, туристско-рекреационные, портовые), технопарки, промышленные парки, бизнес-инкубаторы и др. К последним относятся также концессионные соглашения, предназначенные, в первую очередь, для создания и модернизации инфраструктуры. Важнейшая задача институтов развития — создать условия для реализации долгосрочных инвестиционных проектов.

⁵ Инвестиции в приоритетные отрасли в России призваны обеспечить — механизмы ГЧП и долгосрочные банковские кредиты. Развитие механизмов ГЧП в Казахстане рассматривается относительно социальной сферы, а в Беларуси ограничивается реализацией инфраструктурных проектов.

⁶ См. п. 1.3.

Управление структурой собственности

Неоконтинентальная модель собственности¹ на финансовом рынке² сдерживает развитие стран ЕАЭС³. Особенностью неоконтинентальной модели⁴ является не полностью рыночная среда: в части стран — высокая доля государства-собственника, во всех странах — преобладание олигополий. Различаются глубина приватизации, преобладающие формы прямого и косвенного контроля государства, доли нерезидентов и т.д.

На макроуровне отсутствуют целостные политики по регулированию структуры собственности⁵:

— в стратегических документах решаются отдельные вопросы: корпоративное управление, информационная прозрачность, защита прав инвесторов, упрощение разрешительных процедур, равный доступ, справедливая оценка активов и бизнеса и т.д. (Армения⁶, Кыргызстан⁷, Беларусь⁸), в некоторых случаях ставятся задачи по усилению участия государства в экономике⁹;

— политика по управлению структурой собственности¹⁰ сосредоточена на решении вопросов приватизации — ее завершении или активном проведении¹¹. Общим является акцент на дифференцированный подход — избирательный выбор объектов для приватизации.

¹ По терминологии, предложенной Я. М. Миркиным, неоконтинентальная модель — модель финансового рынка, базой которого является банковская система, с низким уровнем финансовой глубины и корпоративного управления в сочетании с высокой волатильностью. Неоконтинентальная модель повторяет основные черты континентальной модели с особенностями, присущими развивающимся рынкам.

² Без адекватного регулирования эволюция неоконтинентальной модели не ведет к формированию дробной структуры собственности, привлекательной для массовых инвестиций.

³ См. п. 1.1.

⁴ См. п. 1.1.

⁵ Рост финансовой зрелости в рамках неоконтинентальной модели требует регулирования структуры собственности. Этому вопросу уделяется ограниченное внимание в стратегических документах стран ЕАЭС.

⁶ Armenia Development Strategy for 2014–2025. Annex to RA Government Decree № 442-Non 27 March, 2014, FSAP RA.

⁷ Национальная стратегия устойчивого развития Кыргызской Республики на период 2013—2017 гг., утвержденная Указом Президента Кыргызской Республики от 21 января 2013 г. № 11.

⁸ Национальная стратегия устойчивого социально-экономического развития Республики Беларусь на период до 2020 г. (май 2004 г.).

⁹ Создание юридических лиц с государственным участием для контроля либо оказания влияния на отдельные сферы экономических отношений, системообразующих холдингов для реализации крупных проектов (Казахстан) / Информационно-аналитические материалы Министерства национальной экономики Республики Казахстан. Политика управления государственными активами на текущем этапе (Основные этапы государственной политики по управлению государственной собственностью). URL: <http://www.economy.gov.kz/economyabout/310/1044>.

¹⁰ Подробная аналитическая база сравнения политик по управлению структурой собственности стран ЕАЭС в разрезе содержания политик и их результатов, в том числе структура финансового сектора, инфраструктурные организации, сложившиеся модели собственности, участие государства, резидентов, нерезидентов в банковском секторе, инфраструктурных организациях финансового рынка — см. разд. 4.1.1.4 Отчета по 2-му этапу. Табл. 66.

¹¹ Приватизация объектов финансового рынка в планах приватизации практически не предусмотрена (исключение — Россия — пакеты ВТБ и Россельхозбанка).

Основные направления политики по управлению государственной собственностью — приватизация¹ с подключением партнерских отношений, ГЧП. По мере возможности — выход из объектов, не являющихся стратегическими, финансовое оздоровление и реструктуризация госсектора (в большей степени); создание в ряде случаев новых экономических субъектов, находящихся в собственности государства; приватизация базовых и стратегических компаний и на этой основе привлечение капитала в реальный сектор, упрощение сделок слияний и поглощений (в меньшей степени)².

Интеграция стран ЕАЭС предполагает гармонизацию структур собственности и политик их регулирования.

Создан спрос на ускоренную модернизацию экономик ЕАЭС. Пример стран, успешно реализовавших стратегию финансовой модернизации (Япония³, Южная Корея⁴, Сингапур⁵, Китай⁶ и др.), отражает значимость регулирования структуры собственности как акселератора инвестиций, рыночности, финансовой зрелости. Составляющие — управление «огосударственностью», государственные институты развития, ГЧП, приватизация, стимулирование стратегических иностранных инвестиций⁷.

Политика регулирования структуры собственности должна стимулировать ее диверсификацию, увеличение дробности, в том числе в пользу среднего класса, рост инвестиционной привлекательности, привлечение капитала нерезидентов, активность государства (институты развития).

Развитие системы корпоративного управления

Страны ЕАЭС признают целесообразность перехода на международные принципы корпоративного управления, но находятся на разных стадиях их внедрения. В России к середине 2015 г. внедрены около 80% принципов корпоративного управления ОЭСР⁸. В других странах ЕАЭС степень реализации принципов

¹ Как правило, стратегические объекты из приватизации исключаются, однако в странах с завершенной приватизацией актуален вопрос о форме и степени участия государства в экономике. Речь идет не об отчуждении госсобственности, а о ее развитии в рамках партнерских отношений (Армения). В Кыргызстане на перспективу решается вопрос о последующей приватизации стратегических предприятий. В Беларуси и в Кыргызстане ставятся задачи реструктуризации госсобственности, повышения эффективности работы госпредприятий (подготовка к приватизации), расширения инструментов приватизации.

² Подробнее о политике по управлению структурой собственности см. рис. 38 Отчета по 2-му этапу.

³ См.: *Katz R. Japan: The System That Soured: The Rise and Fall of the Japanese Economic Miracle.* Armonk, NY: ME Sharpe Inc., 1998.

⁴ См.: *Kim S. H. Finance and Growth of the Korean Economy from 1960 to 2004 // Seoul Journal of Economics.* 2007. Vol. 20. No. 4.

⁵ См.: *Пахомова Л. Ф. Модели процветания (Сингапур, Малайзия, Таиланд, Индонезия).* М.: Институт востоковедения РАН, 2007.

⁶ См.: *Дин Ж., Ковалев М. М. Китайские экономические реформы: опыт, возможности применения в Беларуси.* Минск: БГУ, 2002; *Стратегии превращения Китая в супериндустриальное государство (1996–2050 гг.) / отв. ред. М. Л. Титаренко.* М.: Памятники исторической мысли, 2002.

⁷ *Финансовые стратегии модернизации экономики: мировая практика / под ред. Я. М. Миркина.* М.: Магистр, 2014.

⁸ По оценкам KPMG, на основе изучения требований в области корпоративного управления в 25 странах. Отчет KPMG «Принципы корпоративного управления и гармонизация механизмов их соблюдения» по состоянию на 30 сентября 2014 г. С. 19, 35 (http://www.kpmg.com/RU/ru/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/S_CG_7r_updated.pdf).

ранжируется от начальной до состояния «включения» норм Кодекса корпоративного управления ОЭСР в законодательство. Преимущественно очаговое применение в банках (Кыргызстан¹, Беларусь²), в государственных компаниях (Казахстан)³.

В Договоре о ЕАЭС предусмотрено внедрение международных норм корпоративного управления⁴ для юридических лиц с государственным участием, для лиц, наделяемых государством особым положением и специальными привилегиями, монопольных организаций⁵.

Валютная политика

Валютные политики стран ЕАЭС имеют схожие цели⁶:

— переход к режиму плавающего валютного курса (в Казахстане — сохранение либерального валютного режима, в Беларуси — управляемый курс с привязкой к корзине валют)⁷;

— сбалансированность экономики, связь политики с уровнями инфляции и процента, дедолларизация.

В Договоре о ЕАЭС обозначены общие направления согласованной валютной политики⁸. Ведется работа по согласованию подходов к:

— регулированию валютных правоотношений (неприменение ограничений на проведение операций по счету капитала)⁹;

¹ Национальная стратегия КР.

² Инструкция об организации корпоративного управления банком, небанковской кредитно-финансовой организацией, утвержденная постановлением Правления Национального банка Республики Беларусь от 30 октября 2012 г. № 557 (в ред. постановления Правления Национального банка Республики Беларусь от 1 октября 2013 г. № 567).

³ Постановление Правительства Республики Казахстан от 21 июня 2013 г. № 643 «Об утверждении Комплексного плана работ по внедрению стандартов корпоративного управления стран Организации экономического сотрудничества и развития и дальнейшему улучшению инвестиционного бизнес-климата в рамках Таможенного союза» (с учетом Проекта постановления правительства РК 2014 г. о внесении изменений в него); Подготовка предложений по приведению в соответствие действующего законодательства РК; Типовой кодекс корпоративного управления (для акционерных обществ с государственным участием), утвержден Приказом заместителя Премьер-Министра Республики Казахстан — министра экономики и бюджетного планирования от 17 мая 2007 г. № 86.

⁴ В ноябре 2008 г. был разработан Модельный кодекс корпоративного управления ЕврАзЭС. Утвержден Решением Совета руководителей уполномоченных органов по регулированию рынков ценных бумаг при Интеграционном Комитете ЕврАзЭС от 7 ноября 2008 г. № 105.

⁵ В частности, недискриминации прав других участников этого юридического лица, его контрагентов, в том числе по отношению к лицам, зарегистрированным на территории другого государства — члена ЕАЭС, запрет на предоставление особых прав и привилегий таким юридическим лицам, в сравнении с другими участниками их деятельности, не представляющих интересы данного государства — члена ЕАЭС (Договор о ЕАЭС, Приложение 16, пп. 16 — 20).

⁶ Подробная база сравнения валютных политик стран ЕАЭС в разрезе целей, задач, инструментов, планируемых ограничений / ослабление валютного контроля — см. раздел 4.1.1.5 Отчета по 2-му этапу. Табл. 71.

⁷ Общая позиция — при переходе к плавающему валютному курсу вмешательство Центрального банка допускается для сглаживания резких колебаний валютного курса, в том числе по плановым причинам (конвертация активов суверенных фондов в России): Россия, Беларусь, Кыргызстан, Армения. В Казахстане отдельно не выделяется, но подразумевается в составе механизма оперативного реагирования на шоковые ситуации на валютном рынке.

⁸ Приложение 15 к Договору о ЕАЭС.

⁹ С расчетами в иностранных валютах между резидентами стран ЕАЭС, приоритет валютного законодательства тех государств, на территории которых проводятся расчеты (ст. 2, 3, 4 п. 2 Проекта Соглашения о валютных правоотношениях).

1. Финансовые рынки Евразии: как они устроены

- принятию мер либерализации¹ (неприменение требований о получении разрешений², об обязательной продаже валюты³);
- гармонизации требований в отношении репатриации денежных средств резидентами ЕАЭС⁴, административной и уголовной ответственности за нарушение валютного законодательства⁵;
- учету и контролю валютных операций⁶.

Сдерживающие факторы согласования валютных политик: зависимость курсов национальных валют от внешних факторов, высокая долларизация, риски «конкурентной девальвации». Различны степени открытости, готовности к режиму плавающего валютного курса, зависимости от денег нерезидентов.

Все страны ориентированы на повышение доверия к национальным валютам, дедолларизацию⁷; обеспечение конвертируемости национальных валют, недопущение множественности официальных обменных курсов.

Меры по дедолларизации экономики: в Армении с 2013 г. — снижение резервных требований по обязательствам в национальной валюте и их повышение по обязательствам в иностранной⁸; в Кыргызстане⁹, Беларуси¹⁰ — минимальный уровень золотовалютных резервов.

¹ Проект Соглашения о валютных правоотношениях.

² В отношении валютных операций, открытия и ведения банковских счетов между резидентами стран ЕАЭС, об обязательной продаже иностранной валюты (не распространяются на случаи введения валютных ограничений, предусмотренные международными договорами, сторонами которых являются государства-члены).

³ В отношении резидентов своего государства.

⁴ Статья 6 Проекта Соглашения о валютных правоотношениях. Беларусь до 1 января 2017 г. принимает на себя обязательства не превышать норматив обязательной продажи иностранной валюты на внутреннем валютном рынке, установленный на дату вступления этого Соглашения в силу, а также не ухудшать условия проведения валютных операций для резидентов стран ЕАЭС. Для Беларуси также на период до 1 января 2020 г. сохраняется право применять свое законодательство в отношении сроков репатриации денежных средств резидентами Беларуси (ст. 11 Проекта Соглашения о валютных правоотношениях).

⁵ Статья 8 Проекта Соглашения о валютных правоотношениях.

⁶ Статья 7 Проекта Соглашения о валютных правоотношениях.

⁷ В Кыргызстане, несмотря на высокую зависимость всех показателей денежного рынка от курса доллара, задача дедолларизации экономики, не ставилась, только развитие механизмов, сглаживающих влияние колебаний курса доллара на национальную экономику. Один из таких механизмов — поддержание высокого уровня золотовалютных резервов. В Кыргызстане действует механизм покупки государством золота за национальную валюту на внутреннем рынке страны.

⁸ AREAER, 2014. P. 54.

⁹ Поддержание объема международных резервов на уровне не менее 3—4-месячного объема импорта, в среднесрочной перспективе — 3-месячного (п. 17 Основных направлений денежно-кредитной политики на среднесрочный период. Бишкек, декабрь 2014 г.).

¹⁰ До 2016 г. в рамках основных направлений ДКП существовал норматив золотовалютных резервов — на уровне не менее 3-месячного объема импорта «Поддержание уровня золотовалютных резервов — общегосударственная задача» (Указ Президента Республики Беларусь от 1 декабря 2014 г. № 551 «Об утверждении Основных направлений денежно-кредитной политики Республики Беларусь на 2015 год» п. 4). В ДКП на 2016 г. нет прямого установления норматива — «динамика международных резервных активов Республики Беларусь будет определяться преимущественно состоянием внешней торговли и в целом платежным балансом, а также объемами рефинансирования государством обязательств в иностранной валюте» (Указ Президента Республики Беларусь от 18 декабря 2015 г. № 505 «Об утверждении Основных направлений денежно-кредитной политики Республики Беларусь на 2016 год» п. 4 гл. 2).

Все страны ЕАЭС (хотя и в разной степени) используют рыночные инструменты регулирования валютной ликвидности (операции на возвратной основе, управление международными резервами¹, быстрое реагирование в шоковых ситуациях).

Инструмент текущего регулирования — политика процентных ставок. Так, в Беларуси проводится политика поддержания более привлекательных ставок по депозитам в белорусских рублях в сравнении с депозитами в иностранной валюте. То же предполагается сделать в Казахстане — снижение рекомендуемой ставки вознаграждения по депозитам населения в долларах².

В России — более широкий набор инструментов. Основной — операции на возвратной основе: валютные репо, валютные свопы. В условиях ухудшения экономической ситуации — необеспеченное кредитование банков³. Еще один инструмент — уточнение нормативов обязательных резервных требований для целей валютного регулирования⁴.

Счет капитала

Основные механизмы либерализации, предусмотренные в стратегических документах ЕАЭС:

— членство в международных организациях или участие в их программах, предусматривающее последовательное открытие границ для взаимной торговли финансовыми услугами (ВТО), либерализацию счетов капитала и текущих операций (МВФ, ОЭСР) (табл. 1.95);

— выполнение условий Договора о ЕАЭС (Протокол о финансовых услугах), предусматривающих обязательства по предоставлению национального режима в области предоставления финансовых услуг и учреждения финансовых организаций на территории стран ЕАЭС, а также соблюдение межстрановых соглашений, направленных на либерализацию отдельных финансовых операций (внутренняя либерализация в ЕАЭС).

Все страны ЕАЭС приняли обязательства по ст. VIII Устава МВФ, определяющие режим конвертируемости национальной валюты по всем видам текущих валютных операций⁵. Однако членство в остальных организациях не является общим (табл. 1.98).

Важным механизмом либерализации текущего счета и счета капитала является участие в ОЭСР. В вопросах интеграции рынков капиталов стран ЕС, в меньшей степени других интеграционных объединений, механизм участия в ОЭСР сыграл решающую роль⁶.

¹ В отдельных странах таргетируется объем международных (золотовалютных) резервов.

² См. п. 1.2.

³ Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2015 год и период 2016 и 2017 годов, утв. Банком России, одобрено Советом директоров Банка России 6 ноября 2014 г. С. 33—34.

⁴ Там же. С. 34.

⁵ Избегать ограничений по текущим платежам, дискриминационной валютной практики, поддерживать конвертируемости остатков валюты, хранящихся за границей, предоставлять информацию, проводить консультации между государствами по существующим международным соглашениям и др.

⁶ Подробнее о результативности применения данного механизма и построенных на его основе моделей либерализации см. разд. 2.2.1, 2.2.3, 2.3.1 Отчета по 1-му этапу.

1. Финансовые рынки Евразии: как они устроены

Общая цель либерализации счета капитала через механизм членства в ОЭСР — «обеспечение равноправных позиций в современной системе мирохозяйственных связей, сведение к минимуму рисков, возникающих при интеграции в мировую экономику, в том числе в контексте вступления в ВТО и присоединения к ОЭСР»¹ с учетом приоритетов развития.

Однако ни одна из стран ЕАЭС к 2016 г. не являлась членом ОЭСР. Работу по вступлению в нее начали Россия и Казахстан² (табл. 1.98).

Таблица 1.98. **Участие стран ЕАЭС в ключевых международных организациях, определяющих направления либерализации финансовых рынков**¹

Позиция	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
Обязательства по ст. VIII ² Устава МВФ	с 28 мая 1992 г.	с 10 июля 1992 г.	с 15 июля 1992 г.	с 8 мая 1992 г.	с 1 июня 1992 г.
ВТО (членство)	с 5 февраля 2003 г.	Не член, без статуса наблюдателя	с 30 ноября 2015 г.	с 20 декабря 1998 г.	с 22 августа 2012 г.
ОЭСР (членство)	Не член, без статуса наблюдателя		Работа по вступлению с осени 2011 г.	Не член, без статуса наблюдателя	Работа по вступлению с 1996 г., с 2007 г. — переговорный процесс (временно приостановлен)

¹ По данным официальных сайтов международных организаций.

² Обязательства по ст. VIII Устава МВФ, определяющие режим конвертируемости национальной валюты по всем видам текущих валютных операций (избегать ограничений по текущим платежам, дискриминационной валютной практики, поддерживать конвертируемости остатков валюты, хранящихся за границей, предоставлять информацию, проводить консультации между государствами по существующим международным соглашениям и др.).

Либерализация сталкивается с проблемой «чувствительных зон» — направлений сотрудничества, в которых выполнение страной обязательств может иметь негативные эффекты: прямые потери, нарушение интересов национальной безопасности, большой рост бюджетной нагрузки, чрезмерные усилия по гармонизации законодательства³.

¹ Концепция внешней политики Российской Федерации, утверждена Президентом РФ 12 февраля 2013 г.

² Вхождение в члены международных организаций предполагает приверженность основополагающим ценностям, которые должны разделять страны-кандидаты, а также принятие нормативно-правовой базы международной организации, закрепляющей эти ценности.

³ Для России это — корпоративное управление, налоги, экспортное кредитование, страхование и негосударственное пенсионное обеспечение, международные соглашения, иностранные инвестиции и движение капитала. Подробнее о чувствительных зонах России, выделенных при оценке последствий вступления в ОЭСР, см.: материалы Минэкономразвития России: Оценка последствий присоединения России к ОЭСР: риски и возможности. 10 сентября 2013 г. (http://economy.gov.ru/minec/activity/sections/foreignEconomicActivity/economic_organization/russiaoecd/doc20130410_19).

Развитие механизмов либерализации в странах ЕАЭС

Внутренняя либерализация в ЕАЭС позволяет увязать процессы интеграции финансового рынка с последовательностью либерализации счетов капитала, упрощает в последующем международную интеграцию¹.

Общее в подходах: переход к категории стран с открытой экономикой по мере роста дохода на душу населения; последовательное повышение открытости счета капитала; ослабление ограничений на трансграничные операции с ценными бумагами; выход национальных эмитентов по любым финансовым инструментам на зарубежные рынки; стимулирование привлечения ликвидности — торговля ценными бумагами нерезидентов, участие нерезидентов в торговле.

В ЕАЭС согласуются подходы к либерализации² валютных операций. Повышение уровня открытости счета капитала, включая валютные операции, реализуется в том числе в Договоре о ЕАЭС³.

Перспективы членства в международных организациях⁴

Членство в ВТО⁵ и (или) в ОЭСР, других международных организациях не является препятствием к последовательному созданию свободного рынка финансовых услуг ЕАЭС⁶. Страны ЕАЭС, являющиеся членами ВТО, продолжают выполнение принятых обязательств по либерализации⁷.

Однако в рамках ВТО (Россия, Кыргызстан, Армения)⁸ зафиксированы различия в объеме обязательств по либерализации рынка финансовых услуг.

¹ В рамках работы ТС и ЕЭП был накоплен опыт в этом механизме интеграции (международные договоры, формирующие и развивающие Единое экономическое пространство): Соглашение от 9 декабря 2010 г. «О торговле услугами и инвестициях в государствах — участниках ЕЭП», Соглашение от 9 декабря 2010 г. «О создании условий на финансовых рынках для обеспечения свободного движения капитала», Соглашение от 9 декабря 2010 г. «О согласованных принципах валютной политики» (утратили силу с 1 января 2015 г. с даты вступления в силу Договора о ЕАЭС). Подробнее об этих документах см. табл. 78 Отчета по 2-му этапу.

² Неприменение требований о получении разрешений в отношении валютных операций, открытия и ведения банковских счетов между резидентами стран ЕАЭС, об обязательной продаже иностранной валюты, об обязательной продаже валюты в отношении резидентов своего государства (Проект Соглашения о валютных правоотношениях).

³ Приложения 1 и 2 к Протоколу о финансовых услугах — обязательства по предоставлению национальных режимов.

⁴ Членами ВТО (сентябрь 2015 г.) являются: Армения, Кыргызстан, Россия, Казахстан, Беларусь не является членом ВТО или наблюдателем. Сравнительный анализ принятых в рамках ВТО обязательств в части свободы предоставления финансовых услуг Армении, Кыргызстана, России см. в разд. 4.2.5 Отчета по 2-му этапу.

⁵ ГАТС ВТО, ст. V; Кодекс невидимых операций ОЭСР, ст. 4.

⁶ В Договоре о ЕАЭС отсутствуют какие-либо препятствия для стран ЕАЭС заключать с третьими государствами международные соглашения об экономической интеграции. Каждое государство — член ЕАЭС, заключившее такое международное соглашение, предоставляет при таких же (подобных) условиях государствам ЕАЭС уступки, которые оно предоставляет в рамках такого международного соглашения об экономической интеграции (пп. 45—48, п.6 Приложения 16 к Договору о ЕАЭС).

⁷ Армения (GATS/SC/137), Кыргызстан (GATS/SC/125), Россия (GATS/SC/149).

⁸ По состоянию на 2014 г.

Для Кыргызстана и Армении либерализована трансграничная торговля, в том числе по форме коммерческого присутствия¹. В России — выполнение части обязательств отложено (страховая деятельность) либо допускается с оговорками, в особенности по условиям коммерческого присутствия.

В разной степени ограничивается торговля оборотными активами (чеки, векселя, депозитные сертификаты); валюта; ПФИ, включая свопы, соглашения о будущих процентных ставках; переводные ценные бумаги².

Обязательства, принятые странами ЕАЭС в рамках Протокола по финансовым услугам³, заметно уступают объему обязательств в рамках ГАТС ВТО (Армения, Кыргызстан, Россия).

1. Обязательства по национальному режиму приняты только в страховой деятельности. В Казахстане в составе ограничений, изъятий, дополнительных требований и условий указывается страхование имущественных интересов резидентов и обязательное страхование. Запрет платежей и переводов по оплате страховых премий от резидентов нерезидентам. Оговорки вводятся и для перестрахования. В странах ЕАЭС запрещены услуги страховых агентов и страховых брокеров, направленные на заключение контрактов от имени страховой организации — нерезидента⁴.

2. Ограничения по учредительной деятельности организаций-нерезидентов также различаются⁵. В Казахстане — запрет на создание филиалов страховых организаций и банков-нерезидентов, запрет для нерезидентов на открытие филиалов и представительств добровольных накопительных пенсионных фондов, ограничения по закреплению отдельных операций за единственной организацией. Сильны количественные ограничения — квоты коммерческого присутствия⁶.

Макроэкономический надзор и финансовая стабильность

В Договоре о ЕАЭС предусмотрен механизм мониторинга экономической ситуации⁷, консультаций, рекомендаций и координации действий национальных регуляторов для стабилизации экономик.

¹ Обязательства по либерализации, принятые государствами ЕАЭС в рамках ВТО, представлены в табл. 6 Отчета по 3-му этапу.

² См. GATS/SC/137, GATS/SC/125, GATS/SC/149.

³ По состоянию на сентябрь 2015 г.

⁴ Обязательства по либерализации, принятые в рамках Договора о ЕАЭС (Приложение 1 к Протоколу о финансовых услугах) см. табл. 121 Отчета по 2-му этапу.

⁵ Перечень ограничений, сохраняемых Арменией, Беларусью, Казахстаном, Россией в рамках Протокола по финансовым услугам в разрезе РЦБ, банки, страхование и по направлениям — количественные ограничения, регулятивные меры, условия, ограничения по организационно-правовой форме, оплате уставного капитала (см. табл. 122 Отчета по 2-му этапу, табл. 7 Отчета по 3-му этапу).

⁶ Россия — 50%-ный порог участия иностранного капитала в акционерном капитале банков, Беларусь — квота участия иностранного капитала в уставных капиталах страховых организаций — 30%, Казахстан — порог по совокупному размеру страховых премий для перестраховщиков-нерезидентов — не более 60% (с момента вступления в ВТО — 85%). В России, Беларуси — ограничение по оплате долей только денежными средствами, предварительное разрешение на увеличение доли нерезидентов, требования резидентства руководящего персонала страховой и банковской организации, предварительное разрешение на создание кредитной организации с иностранным участием, требование создания в организационно-правовой форме по законодательству принимающей страны и получение лицензии и др.

⁷ В соответствии с приложением 14 к Договору о ЕАЭС.

К 2016 г. возникла совместность в «повышении устойчивости» экономик стран ЕАЭС, в макроэкономических ориентирах, проявилось стремление к координации национальных денежно-кредитных и валютных политик¹. Вводятся инструменты финансовой стабилизации: пул валютных свопов для регулирования платежного баланса, межгосударственное кредитование для управления государственным долгом.

Обеспечение финансовой стабильности — комплексная задача, включающая макроэкономический мониторинг, управление системными рисками и контроль за системно значимыми финансовыми институтами.

В части управления системными рисками в странах ЕАЭС отмечается:

1) общее соответствие рекомендациям СФС / «Группы двадцати». Макропруденциальный надзор встраивается в систему регулирования, осуществляется мониторинг системного риска, публикуются результаты;

2) проблемные области²:

— неполная информативность индикаторов³ финансовой стабильности, различия в их составе по странам ЕАЭС, недостаточная ориентированность отчетности участников на нужды макропруденциального надзора;

— ограниченность механизмов предупреждения и программ действий в специальных ситуациях⁴ на основе индикаторов финансовой стабильности;

— незавершенность введения в практику концепции СЗФИ⁵, в ряде стран не закончено выделение СЗФИ как объекта регулирования⁶;

— все страны, кроме России, характеризуются частичным внедрением атрибутов урегулирования несостоятельности финансовых институтов⁷.

Концепции для будущего развития финансовых рынков стран — членов ЕАЭС, вытекающие из анализа

Макроэкономические и институциональные условия совместного развития финансовых рынков различаются по странам ЕАЭС (табл. 1.99). Важно начать процесс сближения связанных с ними стратегий развития по обозначенным позициям (табл. 1.100). Цели, ориентиры, стратегии будущего развития финансовых рынков в целом — см. разд. 3.

¹ Решение Совета ЕЭК от 2 декабря 2015 г. № 83 «О проекте распоряжения Евразийского межправительственного совета «Об интеграционных мерах по повышению устойчивости экономик государств — членов Евразийского экономического союза».

² Там же.

³ Индикаторы финансовой стабильности и их значения раскрываются, однако их состав различается как числом, так и степенью дифференциации, приверженностью к собственным индикаторам или заимствованным из перечня, разработанного МВФ (Руководство по составлению показателей финансовой устойчивости, 2009).

⁴ Финансовые шоки, внезапное бегство капиталов, валютные паники, сверхконцентрации системного риска.

⁵ Понятие СЗФИ сформулировано только по отношению к системно значимым банкам.

⁶ Кроме России.

⁷ Из инструментов урегулирования несостоятельности наиболее распространено требование составления планов по оздоровлению (урегулированию) несостоятельности банков.

1. Финансовые рынки Евразии: как они устроены

Таблица 1.99. Карта сближения стратегий развития: макроэкономические и институциональные условия

Позиция	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
Отдельная стратегия финансового рынка	Отсутствует как часть общих стратегий развития	Планируется разработка в 2016 г. (на период до 2020 г.)	В форме концепции (на период до 2030 г.)	Отсутствует как часть общих стратегий развития	Стратегия до 2020 г., направления развития 2016—2018 гг.
Финансовая открытость	Высокая	Низкая	Ниже среднего	Средняя	Выше среднего
Структура собственности на финансовом рынке	Олигополия, нерезиденты	Олигополия, государство	Олигополия, резиденты, крупные государственные институты	Олигополия, нерезиденты	Олигополия, косвенное участие государства
Инвестиционная политика	Общий характер, цель — повышение эффективности госинвестиций, инструменты частного инвестирования	Долгосрочно — разгосударствление, среднесрочно — механизмы ГЧП, приватизация	Акцент на укрупнение стратегических государственных холдингов	Общий характер, цель — повышение эффективности госинвестиций, инструменты частного инвестирования	Низкий уровень стимулирования иностранных инвестиций
Институты развития	Не развиты	Недостаточно развиты, низкая капитальная база	Развиты	Не развиты	Развиты, вопрос роста эффективности
Международные соглашения (налоги, инвестиции)	Нет соглашения об избежании двойного налогообложения с Кыргызстаном. Низкий уровень по общему количеству	Средний уровень по общему количеству	Средний уровень по общему количеству	Нет соглашения об избежании двойного налогообложения с Арменией. Низкий уровень по общему количеству	Высокий уровень по общему количеству
Роль офшоров в привлечении инвестиций	Ниже среднего, стратегически не рассматривается	Ниже среднего, стратегически не рассматривается	Высокая, программа деофшоризации	Низкая, стратегически не рассматривается	Высокая, программа деофшоризации
Валютная политика	Прочие режимы с возможностью корректировки курса	Прочие режимы с возможностью корректировки курса	Вынужденно, плавающий курс	Прочие режимы управляемого курса	Плановый переход к плавающему курсу
Долларизация	Высокая	Высокая	Средняя	Выше среднего	Ниже среднего

1.11. Национальные стратегии финансового развития

Т а б л и ц а 1.100. Элементы сближения структуры финансовых рынков (общие направления)

Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
Отдельная стратегия финансового рынка	Отдельная стратегия финансового рынка	Предварительная либерализация (валютный контроль, дерегулирование процентной ставки)	Отдельная стратегия финансового рынка	Ратификация Вашингтонской конвенции об инвестиционных спорах
Диверсификация инструментов денежно-кредитной и валютной политики	Предварительная либерализация (элементы плавающего курса, большее открытие текущего счета)	Пересмотр курса на укрупнение и рост государства как стратегического собственника	Государственные институты развития	Пересмотр курса на «осторожное» привлечение иностранных инвесторов
Государственные институты развития	Диверсификация рыночных инструментов денежно-кредитной и валютной политики	Развитие антимонопольных механизмов (госхолдинги)	Расширение международных соглашений (налоги, инвестиции)	Программа диверсификации госсобственности, пулы государственных активов под рыночным управлением
Расширение международных соглашений (налоги, инвестиции)	Эффективная программа приватизации	Институт банкротства, защита СМП, отказ от субсидирования (кредиты госхолдингам)	Программа диверсификации частной собственности	
Программа диверсификации частной собственности	Государственные институты развития	Программа диверсификации госсобственности		
	Программа диверсификации госсобственности, управления госактивами			

1.11.2. Банковский сектор

Общие для всех или большинства стран ЕАЭС цели и задачи развития банковского сектора, заявленные в стратегических и концептуальных документах¹, — рост активов, кредитов и устойчивости банков, расширение их участия в финансировании экономики, развитие дистанционных банковских услуг. Все страны ориентируются на рост капитализации банков и постепенное внедрение Базеля II и III.

Другие направления — развитие консолидированного надзора, механизмов финансового оздоровления и ликвидации банков, совершенствование инструментов раннего реагирования, систем управления рисками и внутреннего кон-

¹ На основе анализа стратегических и концептуальных документов, а также дополнительных документов (отчетов о финансовой стабильности, оценок МВФ в рамках Financial Stability Assessment Program), по состоянию на март 2015 г. Необходимо учитывать разную актуальность данных документов (даты принятия — 2008—2014 гг.), неоднородные временные горизонты по странам. Перечень стратегических и концептуальных документов стран ЕАЭС см.: Приложение 1. См. также разд. 4.1.2 Отчета по 2-му этапу.

троля банков, усиление контроля за трансграничными операциями; развитие жилищной ипотеки, основанной на системе рефинансирования ипотечных кредитов; защита прав потребителей финансовых услуг, развитие кредитных бюро. В части интеграции в ЕАЭС — данные вопросы выделяются в Казахстане (позиция по гармонизации банковского сектора в рамках ЕАЭС, предполагающая недопущение снижения требований к капиталу (самые высокие среди ЕАЭС), учет специфики национального банковского сектора и рисков) и в России¹.

Специфика стратегий в части банковского сектора в следующем.

1. Иностраный капитал — в Армении декларируется необходимость дальнейшего привлечения зарубежных банков и капитала на рынок. В России и Казахстане не предполагается стимулирование экспансии иностранных банков. Казахстан ориентируется на преимущественно отечественный капитал в банках, на выравнивание и симметричность регулирования иностранных и национальных участников в условиях вступления в ВТО.

2. Скорость внедрения Базеля II и III и повышения требований к капиталу (позиция Казахстана — неснижение требований к капиталу банков, их повышение к 2019 г., выполнение сроков по Базелю III; меньший рост капитала банков предусмотрен в Кыргызстане и России).

3. Страхование вкладов (в Казахстане планируется расширение системы гарантирования вкладов на юридических лиц, повышение уровня страхового покрытия в соответствии с международными требованиями, менее значимое повышение суммы возмещения в Армении).

В качестве направлений развития банков, перспективных для адаптации в других странах ЕАЭС, можно выделить: внедрение исламского банкинга и финансов (Казахстан, Кыргызстан); совершенствование статистики денег, кредита, финансового рынка, повышение уровня научного обеспечения банковской деятельности; создание требований к системам дистанционного банкинга, развитие системы стимулирования специалистов банковского надзора центрального банка (Беларусь); кредитование проектов в области «экологически ориентированных инноваций» (при условии государственной поддержки) (Кыргызстан); разработка отраслевых критериев транспарентности и стандартов раскрытия информации банками (Россия).

1.11.3. Рынок ценных бумаг

Развитие регулирования и институтов

Более слабое развитие фондовых рынков ЕАЭС в сравнении с банками отражается в меньшем внимании, уделенном в стратегических документах стран ЕАЭС рынку ценных бумаг и его профессиональным участникам, в ориентации отдельных стран (Армения, Беларусь) на развитие инвестиционных услуг банков².

¹ В проект нового стратегического документа интегрированы направления по гармонизации законодательства, выполнение которых предусмотрено ЕЭК (ОН ФР (проект) 2016—2018 гг. РФ).

² Перечень стратегических и концептуальных документов стран ЕАЭС — см. Приложение 1. См. разд. 4.1.3 Отчета по 2-му этапу.

Точки развития, общие для стратегических документов большинства стран ЕАЭС: системы раскрытия информации; международная интеграция бирж и корреспондентские отношения с иностранными депозитариями; электронный документооборот; системы управления рисками биржевой, расчетно-клиринговой, учетной инфраструктуры РЦБ (Казахстан, Россия), а также надзор, в том числе риск-ориентированный надзор и консолидированный надзор; регулирование в области инсайдерства и манипулирования на рынке, защита прав инвесторов, система компенсации убытков на РЦБ; порядок квалификации инвесторов (Казахстан, Россия).

Все страны ориентируются на применение к небанковским участникам рынка подходов к надзору, аналогичных банковскому (рост регулятивной нагрузки и требований к капиталу).

В силу различий в уровне регулирования, продуктивном и технологическом развитии, инфраструктуре, требованиях к капиталу стратегические документы стран ЕАЭС неоднородны по характеру поставленных задач. В России — ориентир на дальнейшее развитие регулирования в связи с усложнением инструментов, выполнением международных обязательств. В других странах — специфические задачи, в том числе носящие «догоняющий» характер в сравнении с Россией. Так, в Кыргызстане и Армении стоят задачи развития систем торговли государственными ценными бумагами, развитие валютных и срочных секций на бирже; в Армении и Казахстане — развитие расчетов «Т+n» и др.; в Беларуси и Кыргызстане — внедрение национальных рейтингов, в Беларуси — развитие инвестиционных фондов. В Беларуси и Казахстане — задача развития центрального контрагента и обеспечения завершенности расчетов по сделкам (ЦК полноценно действует только в России). Проблема гарантии окончательности расчетов актуальна также для Кыргызстана. При отсутствии развитых рынков деривативов (кроме России и частично Казахстана) не ставится задача развития торговых репозитариев.

В части биржевой интеграции выделяется позиция Казахстана — ориентация на кросс-трейдинг, а не кросс-листинг, сохранение KASE как автономной площадки — центра биржевой торговли в среднеазиатском регионе, возможность введения ограничений для выхода национальных эмитентов на зарубежные рынки.

Национальные стратегии отражают планы изменения действующего регулирования, что может влиять на будущее финансовых рынков ЕАЭС: например, расширение видов деятельности на РЦБ (Казахстан — лицензия для брокеров на отдельные банковские операции, Россия — индустрия мелких брокеров); гармонизация законодательства о банкротстве и банковского права (Россия), изменение ответственности за нарушения на РЦБ (дифференциация штрафов — Казахстан и Россия; уголовная ответственность — Россия); повышение роли саморегулирования (Россия). Для каждой страны ЕАЭС любое значимое изменение законодательства — «вызов» с точки зрения регулятивного арбитража и искажения конкурентных условий.

Отдельный вопрос стратегий — приоритеты в налоговой политике для инвесторов на РЦБ. Выравнивание условий их налогообложения — условие финан-

совой интеграции. В документах отдельных стран присутствуют признаки ухудшения налогового режима (Беларусь — отмена льгот по доходам по долговым ценным бумагам, Казахстан — возможность введения дополнительного налогообложения для эмитентов-резидентов, выпускающих и размещающих ценные бумаги за рубежом).

Развитие инструментальной структуры

Все страны указывают на необходимость развития новых инструментов РЦБ на основе системы стимулов (налоговые¹, развитие рейтингов и др.). Конкретизация зависит от насыщенности рынка финансовыми продуктами. Так, в РФ акцент сделан на развитии ПФИ (это есть и в стратегиях других стран, прежде всего, в части организованного рынка товарных деривативов) и ценных бумаг, образованных в ходе секьюритизации (упоминаются в стратегиях Беларуси и Казахстана, но только в отношении ипотечных продуктов).

Значительное внимание в стратегиях всех стран уделено развитию *эмиссионных ценных бумаг*. Общее: либерализация листинговых требований и процедур; создание привлекательных условий для зарубежных эмитентов для размещения на национальном рынке (РФ и Казахстан, в Армении — в части международных финансовых организаций²); повышение качества раскрытия информации; приватизация через организаторов торгов.

Последнее направление присутствует во всех странах вне зависимости от экономической ситуации, имеющегося отрицательного опыта проведения «народных IPO» и иных продаж акций через организаторов торгов (РФ, Казахстан³). Общее для всех стран — интерес к росту объема размещений как за счет частных корпораций (Армения), так и за счет снижения доли государства в компаниях при ее сохранении в стратегически значимых организациях (Россия, Кыргызстан, Беларусь, Казахстан). Особое внимание — распределению акций среди розничных инвесторов («народное IPO») (Беларусь, Казахстан⁴).

Различия в части эмиссий касаются также поддержки листинга внутри страны в противовес размещению за границей. Казахстан отличается жесткостью предлагаемых мер — вплоть до запрета Министерства финансов при превышении общестранового лимита на внешние займы для организаций с государственным

¹ Ранее налоговые льготы для эмитентов существовали только в Беларуси (не учитываются при определении налога на прибыль доходы от реализации облигаций банков, юридических лиц — налоговых резидентов (последнее действовало для выпусков до 2015 г.)) (ст. 138 НК РБ).

² Цель — расширение емкости национального фондового рынка, получение международного опыта, рост привлекательности национальной валюты. Лучшей стратегией является прямое привлечение капитала на бирже национальными организациями (а не через посредника — международную финансовую организацию). Но это затруднительно для небольших компаний, а также тех, для которых финансовые ресурсы, привлеченные на бирже, будут дороже средств, полученных от международных организаций.

³ Низкая/отрицательная доходность от инвестиций и обратный выкуп (в ряде случаев) акций российских «народных IPO» ВТБ, Сбербанка и Роснефти. Признание несостоявшимся размещение АО «Мангистауская распределительная электросетевая компания» в 2014 г. акций в рамках вторичного публичного предложения (SPO) в Казахстане (не «народное IPO», а выпуск акций в дополнение к ранее проданному IPO).

⁴ В Казахстане — удачный опыт «народных IPO» с переподпиской при размещении и значимым доходом для инвесторов.

участием. В Казахстане предполагается в отличие от других стран внедрение административных мер по поддержке листинга внутри страны: листинг как обязательное условие для получения государственных субсидий, повышение объема выпуска, который необходимо разместить на внутреннем рынке при допуске к зарубежному; введение дополнительных сборов при размещении на зарубежных рынках, расширение полномочий контролирующих органов в части ограничения размещения ценных бумаг на зарубежных рынках в ущерб национальному¹.

В части государственных ценных бумаг основное направление для всех стран ЕАЭС — развитие внутреннего рынка. Характерна переориентация на внутренние заимствования (почти исключительно в ценных бумагах). Для стран с менее развитым рынком государственных ценных бумаг актуален переход к эталонным выпускам (Беларусь, Казахстан), замена государственных кредитов займами в ценных бумагах (Кыргызстан).

Развитие *исламских продуктов* как цель — у Казахстана и Кыргызстана.

Коллективные инвестиции

Стратегии стран ЕАЭС наименее детальные в части коллективных инвестиций. Уровни развития отрасли различны в странах ЕАЭС, поэтому предлагаемые решения неоднородны.

В части развития инвестиционных фондов Армения ориентируется на законодательство стран ЕС и США, предусматривает создание инструментов, соответствующих европейской модели UCITS, взаимных фондов. Другие страны ориентируются на российскую модель коллективных инвестиций², подчеркивают необходимость финансирования венчура за счет отрасли инвестиционных фондов (Беларусь, Казахстан). В Кыргызстане в связи со слабостью финансового рынка вопросы инвестиционных фондов не затрагиваются.

В части пруденциальных требований отмечается необходимость унификации регулятивных требований ко всем категориям институциональных инвесторов

¹ Ограничения на размещение ценных бумаг на внешнем рынке в ущерб национальному существуют в Казахстане (только по разрешению регулятора, обязательное одновременное предложение в Казахстане в объеме не менее 20% планируемого выпуска облигаций, общего числа размещаемых акций) (ст. 22.1 Закона РК от 2 июля 2003 г. № 461-III), а также в России (только по разрешению регулятора, в объеме не более 25% общего количества акций той же категории и 50% общего количества акций выпуска (Положение о порядке выдачи Банком России разрешения на размещение и (или) организацию обращения эмиссионных ценных бумаг российских эмитентов за пределами Российской Федерации, утв. Банком России 13 октября 2014 г. № 436-П, Закон о рынке ценных бумаг РФ). В Беларуси, Кыргызстане, Армении ограничений на размещение за рубежом нет, но может требоваться уведомление (Армения), регистрация в национальной юрисдикции / разрешение (Беларусь, Кыргызстан).

² Европейская модель UCITS представляет собой совокупность фондов различных организационно-правовых форм, в том числе трастовой, деятельность которых подпадает под Директивы ЕС о UCITS, предусматривающую жесткие требования к активам фондов, единый детальный порядок к управлению рисками и процедурам корпоративного управления и раскрытия информации, а также возможности обращения на территории любой из стран ЕС без дополнительных процедур при регистрации у национального регулятора. Армения планировала создать законодательство, аналогичное ЕС, и присоединиться к директиве о UCITS. В российском и казахском законодательстве деятельность инвестиционных фондов подробно регламентируется (более мягкие требования к управлению рисками и корпоративному управлению, чем UCITS, иные инвестиционные возможности), но единой модели для нескольких страновых рынков по аналогии с UCITS не создано.

(Россия), что может быть актуально на стадии формирования законодательных требований для новых видов институциональных инвесторов (инвестиционные фонды в Беларуси, НПФ в Армении и Кыргызстане (Беларуси в случае их создания)).

В части НПФ политики стран ЕАЭС различны: формирование накопительной компоненты либо находится в начальной стадии (Армения, Кыргызстан), либо прекращено в рамках НПФ с передачей всех средств одному государственному фонду (Казахстан), либо НПФ не существуют и планы по созданию отсутствуют (Беларусь). В РФ акцентируется внимание на переходе от обязательной накопительной компоненты к дополнительной.

1.11.4. Страховой сектор

Развитие отдельных видов страхования

— Обязательные виды

Стратегии стран ЕАЭС отмечают приоритетность развития обязательного страхования, выделяя виды, дающие максимальный эффект для роста рынка (ОСАГО, обязательное страхование иных видов гражданской ответственности и др.). Все страны стремятся расширить перечень обязательных видов страхования: максимально — Армения и Кыргызстан (с учетом дефицита средств и в частном, и в государственном секторах), значимо — Казахстан, отчасти — Беларусь и РФ.

Особенности задаются страновой спецификой. Так, в Казахстане было бессистемно создано большое число видов обязательного страхования, поэтому предлагается разработка единой политики введения новых их видов (по законодательно утвержденным критериям).

В отличие от других стран в РФ подчеркивается необходимость развития оценки обоснованности страховых тарифов, размера ущерба и страхового возмещения, страховых сумм и страховых выплат; рассматривается введение единого размера страховых выплат по страхованию жизни;

— добровольные виды

Стратегии всех стран указывают на необходимость развития новых страховых продуктов, специфика которых определяется страной. Например, Армения (аграрная и с низкой платежеспособностью населения) — сельскохозяйственное и микрострахование жизни. Россия — страхование финансовых рисков, введение страхования гражданской ответственности лиц, деятельность которых связана с массовым скоплением граждан, медицинских работников за причинение вреда жизни и здоровью пациентов. Одно из направлений — стандартизация (условий договоров, тарифов, процедур оценки имущества, урегулирования убытков и осуществления страховых выплат, страховой терминологии) (Казахстан, Россия).

Наиболее социально значимые виды добровольного страхования: *пенсионное страхование и ДМС*. В ряде стран ЕАЭС рассматриваются как альтернатива обязательным видам страхования (Беларусь, Кыргызстан, Россия). Предусмотрены налоговые стимулы развития этих видов страхования (Беларусь — ДМС и допол-

нительное пенсионное страхование, Кыргызстан — ДМС), совершенствование законодательства (Беларусь, Кыргызстан, Россия).

Экологическое страхование (обязательное в Казахстане, преимущественно в добровольной форме в РФ, но обязательное для определенных видов деятельности, слабо используемое в Беларуси¹) также выделяется как требующее дальнейшего законодательного регулирования (расширение сферы его обязательного использования).

Страхование жизни — налоговые стимулы для развития данного вида страхования предполагается применять во всех странах (кроме Армении, где в связи с низкой платежеспособностью населения предполагается развитие микрострахования). В РФ в дополнение могут быть и иные стимулы (субсидии и др.). В Казахстане и РФ предлагается введение дополнительного вида страхования — страхование жизни с участием в инвестиционном доходе страховщика. Этот тип страхования находится на стыке РЦБ и страхования, повышает привлекательность страховых продуктов. Планируется ликвидировать пробелы в нормативных актах для его развития.

Особое внимание *сельскохозяйственному страхованию* кроме Армении уделено в РФ. Основной вектор — его коммерциализация (снижение доли средств государства, направляемых на страхование, введение обязательности договора сельскохозяйственного страхования при получении государственных субсидий).

Упоминание *имущественного страхования* в стратегиях стран ЕАЭС минимально. В части обязательного страхования — введение страхования имущества рассматривается в странах с повышенным риском природных катастроф (Армения, Кыргызстан), а также в Казахстане (обязательное страхование недвижимости физических лиц от чрезвычайных ситуаций). Обязательное страхование личного имущества есть только в Беларуси² (недвижимость физических лиц, кроме приватизированных квартир и дач). Меры финансовой поддержки и участия государства по развитию добровольного имущественного страхования предлагаются только РФ.

Меры по развитию *исламского страхования* предусмотрены только в Казахстане и Кыргызстане.

Перестрахование (только РФ и Казахстан)

Предполагается создание стимулов для развития национального перестрахования. Механизм — введение требований к размеру собственного удержания (максимальный размер в Казахстане для снижения рисков перестрахования, единая методология в РФ с учетом особенностей отдельных видов страхования); введение ограничений для нерезидентов в доступе на внутренний перестраховочный рынок (обязанность страховых организаций осуществлять предложение прежде всего национальным организациям) (Казахстан).

¹ В некоторых Законах РБ предусмотрено страхование ответственности за вред окружающей среде, однако практика его применения ограничена (см.: *Белокопытов В. В.* Особенности и перспективы экологического страхования в Республике Беларусь // *Экология на предприятии*. 2014. № 6 (36)).

² По состоянию на конец 2015 г.

Рассматривается создание государственных перестраховочных организаций. Если в Казахстане цель — передача ей убыточных видов страхования (сельскохозяйственное), то в РФ — необходимость формирования национальной перестраховочной емкости в связи с введением санкций. Важное направление в Казахстане — ликвидация перестраховочных схем, направленных на вывод активов.

Регулирование деятельности страховых организаций

Все страны ЕАЭС намерены внедрять *принципы риск-ориентированного надзора*, гармонизировать законодательство в соответствии с международными стандартами. Внедрение принципов IAIS заявлено в стратегиях Армении¹, Беларуси, Кыргызстана, России. Казахстан хотя не указывает в стратегиях, но на практике сотрудничает с IAIS, в том числе в разработке стандартов (все страны, кроме Кыргызстана, имеют представительства в IAIS). Более жесткие требования «Платежеспособность II» («*Solvency II*»)² (действуют в ЕС) намерены внедрить в России, Казахстане и Армении³.

Стратегии всех стран содержат положения о повышении требований к финансовой устойчивости. Конкретные механизмы:

- повышение минимального уставного капитала (Беларусь, Кыргызстан), снижение норматива общего капитала⁴ (по микрострахованию) (Армения);
- рост капитализации (Кыргызстан);
- внедрение рискованного подхода к оценке достаточности собственных средств (Беларусь, Казахстан, РФ);
- совершенствование порядка формирования страховых резервов (учет различных факторов страховых обязательств при оценке достаточности страховых резервов, пересмотр состава страховых резервов) (РФ);
- маржа платежеспособности (учет дополнительных специфических факторов деятельности страховщика и осуществляемых видов страхования для дифференциации размера маржи платежеспособности) (Казахстан, РФ);
- развитие института гарантий и поручительств в страховании (РФ).

В Кыргызстане рассматривается введение дополнительных требований к сотрудникам страховщиков, которые есть в других странах (образование, стаж, деловая репутация), к механизмам их создания, функционирования ликвидации, финансового оздоровления.

Совершенствование лицензирования предусмотрено только в РФ (сокращение сроков, числа документов, укрупнение видов страхования). Аналогично — в части развития *оперативного мониторинга регулятора*: введение системы показате-

¹ Упомянуется в Стратегии ЦБ, уже утратившей силу (до 2014 г.)

² Solvency II (должны быть внедрены странами ЕС с 2016 г.) содержит:

1) пруденциальные требования: минимальное требование к капиталу (Minimum Capital Requirements — MCR); норматив платежеспособности (с учетом рисков) (Solvency Capital Requirement — SCR) (см. пп. 2.1.2.3);

2) требования к управлению рисками и полномочия регуляторов по надзору за управлением рисками;

3) требования к раскрытию информации, стандартам отчетности.

³ Упомянуется в Стратегии ЦБ, уже утратившей силу (до 2014 г.).

⁴ Аналог собственного капитала.

лей, автоматизация оценки, совершенствование контроля за исполнением обязательств по договорам, за уклонением от заключения договоров, контроль за ранними признаками несостоятельности, работа над критериями недостоверности отчетности и др. В РФ также собираются вводить *консолидированный надзор за страховыми группами и конгломератами*.

Предполагается ужесточение мер ответственности за нарушение страхового законодательства (Беларусь, Кыргызстан, РФ), в том числе дифференциация санкций, разумная комбинация предписаний и административных штрафов, систематизация мер ответственности и др.

В части стратегий инвестирования конкретные нормы минимальны: стимулирование долгосрочных инвестиций страховых организаций в национальную экономику (Кыргызстан), расширение перечня разрешенных активов (РФ), инвестирование резервов в национальные ценные бумаги (Казахстан).

Нерезиденты — страховые организации. Финансовый сектор, в особенности страховой, часто рассматривается как национально значимый, участие нерезидентов ограничивается. Несмотря на вступление трех из стран ЕАЭС в ВТО (Кыргызстан, Россия, Казахстан), страховой сектор зачастую является одним из последних, с которого снимаются ограничения. Стратегии показывают, что страны в целом положительно настроены к иностранным инвесторам в страховой сектор и к страховщикам-нерезидентам (Армения, Беларусь, а также Кыргызстан в обязательном страховании). В Казахстане сильнее ограничительные настроения (специальные пруденциальные требования к иностранным страховщикам, в частности, требование к инвестированию резервов в национальные бумаги), в РФ — более нейтральные: уточнение порядка деятельности нерезидентов (форм и порядка участия, специальные подходы к надзору за нерезидентами, особенности для отдельных видов страхования).

Саморегулирование. Акцент на его развитии делает РФ. В России действует ряд профессиональных объединений страховщиков (более 40), из них только две СРО (Федеральный саморегулируемый союз страховых организаций, Национальная страховая гильдия). Ряд профессиональных объединений страховщиков (Российский союз автостраховщиков, НССО) существуют де-факто как СРО, но официального статуса в этом качестве не имеют¹. Стратегия РФ предполагает более детальную регламентацию деятельности СРО, создание единой методологической базы с регулятором, консолидацию отчетности для мониторинга страховщиков и др.

Развитие страховых посредников и инфраструктуры страхового рынка

Меры по развитию институтов *страховых брокеров и агентов* различны в зависимости от качества этого сегмента в каждой из стран. В Кыргызстане в связи со слабым уровнем проникновения страховых услуг предлагается развитие института брокеров. В РФ и Казахстане планируется ужесточение их регулирования: повышение требований к капиталу, дифференциация требований к страховым и

¹ Саморегулирование на финансовых рынках. НП «Аудиторская ассоциация Содружество». Апрель 2014 г.

1. Финансовые рынки Евразии: как они устроены

перестраховочным брокерам, минимизация участия брокеров за счет внедрения электронных продаж (Казахстан), повышение ответственности брокеров и агентов, укрепление надзора, развитие регулирования комиссионного вознаграждения¹ (РФ).

Во всех странах, где упоминаются актуарии (Казахстан, Кыргызстан, РФ), предусматривается повышение их роли, использование актуарных расчетов для определения размера (достаточности) резервов, страховых тарифов, лимитов страховой ответственности, анализа и прогнозирования инвестиционных программ.

Институт сюрвейеров, аджастеров, андеррайтеров, аварийных комиссаров упоминается только в законодательстве РФ и Казахстана. Хотя лица с этими функциями существуют, законодательно их деятельность не урегулирована. Развитие института аварийного комиссара упоминается в стратегиях Кыргызстана и РФ, сюрвейеров и аджастеров — в РФ. Для аварийных комиссаров и аджастеров предполагается введение законодательного регулирования, определяющего их ответственность и механизмы аттестации. Кроме того, в РФ планируется развитие финансового омбудсмана, третейских судов и медиации по страховым вопросам.

Ни в одной из стран ЕАЭС не рассматривается вопрос о минимальных требованиях к финансовой устойчивости страховых посредников (страховые брокеры и др.), в отличие от страховщиков.

В РФ и Беларуси предусмотрено развитие *рейтингования* страховых организаций, но на принципах добровольности присвоения рейтингов (РФ).

Только в РФ предполагается введение более строгих норм деятельности *ОВС*, в частности, установление минимальных требований к финансовой устойчивости, количеству застрахованных объектов, числу участников; расширение видов взаимного страхования, уточнение налогообложения.

¹ Сейчас установлено ограничение по размеру комиссионного вознаграждения брокера, агента по обязательному страхованию в размере не более 10% страховой премии (п. 4 ст. 8 З-4015-1_Р).

2

Очерки интеграции финансовых рынков: как это делается

2.1. Интеграция / 2.2. Либерализация в глобальных финансах / 2.3. Международные финансовые центры в интеграции финансовых рынков

2.1. Интеграция

2.1.1. Модели политики финансовой интеграции

Связь уровня экономического развития и финансовой интеграции

Различают следующие типы международных экономических интеграционных объединений¹: а) *зона свободной торговли* (отмена таможенных пошлин между странами); б) *таможенный союз* (единый таможенный тариф в отношении третьих стран); в) *общий рынок* (либерализация движения факторов производства: капиталов, рабочей силы и т.д.); г) *экономический союз* (координация и унификация внутренней экономической политики стран-участников); д) *полная экономическая интеграция* (единая монетарная, фискальная, социальная и контрциклическая политика, обязательность решений наднационального органа для стран-участников).

Каждое из таких объединений характеризуется различным уровнем интеграции (табл. 2.1).

Таблица 2.1. Экономические интеграционные объединения

Тип объединения	Экономическая политика ¹	Гармонизация финансовых услуг
Зона свободной торговли (Free Trade Area)	Торговля между странами-членами осуществляется без использования торговых барьеров: — тарифных (таможенные пошлины, сборы и т.п.); — нетарифных (субсидирование экспорта / импорта, квоты, лицензии, запреты на экспорт / импорт и т.п.). Единая торговая политика отсутствует (торговая политика стран — членов зоны может различаться по отношению к странам, не являющимся ее членами)	Может предусматривать свободное движение финансовых услуг между странами

¹ Balassa B. The Theory of Economic Integration. London : G. Allen & Unwin Ltd., 1961. Цит. по: Sapir A. European Integration at the Crossroads: A Review Essay on the 50th Anniversary of Bela Balassa's Theory of Economic Integration // Journal of Economic Literature. 2011. 49:4. P. 1200—1229.

Тип объединения	Экономическая политика ¹	Гармонизация финансовых услуг
Таможенный союз (Customs Union)	Торговля между странами-членами осуществляется без использования торговых барьеров; единый таможенный тариф и общая торговая политика по отношению к странам, не являющимся членами Союза	Может предусматривать свободное движение финансовых услуг между странами
Общий рынок (Common Market)	Таможенный союз, обеспечивающий также либерализацию движения рабочей силы и капитала, услуг	Свободное движение финансовых услуг
Экономический союз (Economic Union)	Общий рынок, в котором гармонизированы макроэкономическая политика и регулирование деятельности	Свободное движение финансовых услуг, единые финансовая политика и регулирование финансового сектора (гармонизация отрасли финансовых услуг)

¹ OECD Glossary of Statistical Terms.

Основа, определяющая уровень финансовой интеграции, — интерес к выгодам от создания общего пространства, более сильной финансовой позиции на мировой арене блока стран, чем отдельных государств. Высокий уровень финансовой интеграции может возникнуть не только в группе развитых стран (ЕС), но и развивающихся. Слабость, низкий уровень развития экономик может уменьшать число разногласий и согласований по поводу единой политики, ускорять интеграцию. Примеры: Pacific Alliance — МІЛА в Южной Америке, валютные союзы в Африке. Еще один пример: ЕАЭС, АСЕАН (переход от таможенного союза сразу к созданию экономического союза, минуя стадию общего рынка).

Модели трансграничного регулирования¹

ИОСКО², Финансовая коалиция ЕС—США по финансовому регулированию³, Азиатский банк развития⁴ дают схожую классификацию подходов к признанию зарубежного регулирования (табл. 2.2):

¹ Раздел подготовлен с использованием материалов Отчета по теме «Взаимное признание выпусков ценных бумаг и других финансовых инструментов в странах ЕАЭС» по 1-му этапу НИР (Договор № Н-09/154 от 3 ноября 2015 г.); Отчета о НИР по 3-му этапу «Формирование единого биржевого пространства и централизация институтов учета и расчетов в рамках ЕЭП» (ООО «ИНФИ ПАРТАД»). Разд. 2.

² IOSCO Task Force of Cross-Border Regulation Final Report. FR23/2015. September 2015.

³ Mutual Recognition, Exemptive Relief and “Targeted” Rules’ Standardisation: The Basis for Regulatory Modernisation, EU-US Coalition on Financial Regulation. March 2008. P. 7—8.

CESR Call for Evidence on Mutual Recognition of Non-EU Jurisdictions (CESR/09-4060b). A Response by the EU-US Coalition on Financial Regulation. September 2009. P. 2.

Inter-Jurisdictional Regulatory Recognition: Facilitating Economic Recovery and Regulatory Efficiency. Report from the EU-US Coalition on Financial Regulation. June 2012. P. 18.

⁴ Proposal on ASEAN+3 Multi-Currency Bond Issuance Framework (AMBIF) Mandaluyong City, Philippines: Asian Development Bank, 2014. P. 33—35.

2.1. Интеграция

- сохранение национального режима с элементами освобождения в отношении зарубежных участников (продуктов);
- признание зарубежного режима;
- единый паспорт (на основе «минимальной» и (или) «максимальной» гармонизации¹).

Таблица 2.2. Модели трансграничного регулирования

Наименование режима	Национальный режим / Освобождение (Exemptions)	Признание: одностороннее (Substituted Compliance ¹ , Equivalence ²) и взаимное (Deference, Mutual Recognition ³)	Режим «единого паспорта» («минимальная» и (или) «максимальная» гармонизация)
Основные положения	Освобождение от некоторых требований регулятора при соблюдении в остальном требований законодательства страны допуска	Признание различий систем регулирования, но результат их применения — одинаковым, в том числе признание зарубежного контроля	Единые правила, единый регулятор
Допуск на рынок другой страны (процедуры авторизация, регистрация, лицензирование)	С прохождением в стране допуска процедур в обычном (национальном) режиме с освобождениями	Без прохождения в стране допуска процедур либо с минимальными процедурами (часто при выполнении субъектом регулирования определенных условий)	Допустима необходимость минимальной авторизации в стране допуска
Информационный обмен между регуляторами	Минимальный	Высокий	Максимальный (единый регулятор)
Сопоставление регулятивных режимов при трансграничной операции	Нет	Да, перед допуском	Да, на этапе согласования единого паспорта, при допуске — нет
Примеры ⁴	1) Допуск эмитентов — возможность предоставления отчетности по МСФО или иной сопоставимой с ГААП, но при условии преимущественной деятельности в США (США); 2) допуск брокеров-дилеров на рынок в отношении ограниченного перечня операций (США, Канада, азиатские страны)	1) Квалифицированные схемы коллективных инвестиций АСЕАН (см. пп. 2.1.3.4) 2) MiLA (см. пп. 2.1.4) 3) Допуск эмитентов (Австралия и Новая Зеландия)	ЕС (финансовые институты, финансовые продукты — см. пп. 2.1.2)

¹ Подход был введен в оборот Комиссией по товарным фьючерсам США при практическом внедрении положений Закона Додда—Фрэнка в регулировании свопов (в части иностранных участников).

¹ Jordan C., Majnoni C. Financial Regulatory Harmonization and the Globalization of Finance. World Bank Policy Research Working Paper. № 2919. October 2002. P. 8—10.

2. Очерки интеграции финансовых рынков: как это делается

² Принцип эквивалентности при оценке законодательства третьих стран в ЕС.

³ Оба термина рассматриваются как эквиваленты (Swiss Bankers Association Public Comment on the Task Force on Cross-Border Regulation. Basel, 20 February 2015).

⁴ IOSCO Task Force of Cross-Border Regulation Final Report. FR23/2015. September 2015.

Режим взаимного признания (Admission Regime/ Mutual Recognition) — введение аналогичных требований в двух юрисдикциях (признается различие систем регулирования, но результат их применения должен быть одинаков). Ему противопоставлялся режим «единого паспорта».

Хорошо видны различия между моделями «единого паспорта» и «взаимного признания»:

— необходимость регулярного мониторинга зарубежного законодательства на предмет сопоставимости (в том числе в каждый момент допуска зарубежного эмитента, ценной бумаги и т.д.) при режиме «взаимного признания» в противовес предварительной гармонизации законодательства при «едином паспорте»;

— наличие наднационального регулирующего органа, обладающего компетенцией, не пересекающейся с компетенциями национальных регуляторов при «едином паспорте».

Режим «взаимного признания» часто формируется на основе общих стандартов, подлежащих внедрению в национальные законодательства, при сохранении в них собственных норм. Соответственно, режим признания может предусматривать некоторую степень гармонизации.

В ряде случаев согласованный статус (лицензия) наднационального характера, называемый «единым паспортом», создается в рамках режима «взаимного признания». Пример — квалифицированные схемы коллективных инвестиций АСЕАН. Особенность подхода — отсутствие гармонизированного законодательства, необходимость проверки выполнения всех требований страны предложения при допуске схемы в страну даже при получении квалифицированного статуса в стране происхождения.

2.1.2. Гармонизация в ЕС

2.1.2.1. Концепция, инструменты, последовательность гармонизации на финансовом рынке

Вектор гармонизации в ЕС:

— от взаимного признания и «минимальной» гармонизации к «максимальной» гармонизации, обеспечивающей предельно сопоставимое регулирование на финансовых рынках стран ЕС;

— передача финансового регулирования на наднациональный уровень;

— от минимально гармонизированных требований к детализированным наднациональным нормативным актам, в том числе прямого действия; максимальный учет международных стандартов и рекомендаций (G20, Совет по финансовой стабильности, Базель и др.), а в некоторых сферах (страховой сектор) ЕС устанавливает новые «правила игры» на международных рынках.

Финансовой интеграции в ЕС способствовали:

— создание валютного союза (упрощение расчетов, снижение валютных рисков и транзакционных издержек);

2.1. Интеграция

- наличие у ЕС собственных бюджетов — финансовой базы интеграции;
- поддержка интеграции ключевыми странами ЕС, развивающими свои финансовые центры в условиях глобальной конкуренции¹; спрос на интеграцию со стороны финансовых институтов.

Инструменты гармонизации на финансовых рынках ЕС:

- наднациональное законодательство ЕС, носящее обязательный характер для стран ЕС: директивы (требуют внедрения путем принятия странами национальных законодательных актов); регламенты (акты прямого действия, не требующие принятия национальных актов); директивы и регламенты Еврокомиссии (прямого действия);
- система наднациональных органов регулирования — законодательные (Европейский парламент и Совет ЕС); исполнительные органы (Еврокомиссия, Европейский центральный банк, Единый банковский регулятор (далее — ЕВА), Единый регулятор на рынке ценных бумаг (далее — ESMA), Европейский регулятор на рынке страхования и профессионального пенсионного обеспечения (далее — EIOPA));
- правоприменение — Еврокомиссия, осуществляющая контроль и мониторинг исполнения законодательства ЕС (согласование проектов национальных нормативных актов, отчеты о ходе внедрения законодательства, полномочия по обращению в суд для наложения штрафов); Европейский суд (толкование законодательства; штрафы);
- мониторинг эффективности наднационального регулирования (регулярные оценки экономического воздействия).

Основные этапы гармонизации на финансовых рынках ЕС²

1 этап (1959—1982 гг.) — начало формирования единого рынка

Несмотря на принятие базовых принципов интеграции в рамках Римского договора и Договора о ЕС³, единый рынок формировался очень медленно. Первые директивы, снимающие ограничения, были приняты только после 1970 г.⁴

Директивы 1973 г. обеспечили применение в странах ЕС *национального режима для финансовых институтов (банки и страховые организации)* из других стран ЕС, т.е. их учреждение и оказание ими услуг на условиях, предусмотренных для национальных участников.

В директивах, принятых после 1977 г., были обеспечены (табл. 2.3):

- обязательное лицензирование банковской и страховой деятельности, принятие минимальных стандартов лицензирования, порядок регулирования в отношении финансовых институтов третьих стран;

¹ *Quaglia L.* The European Union and Global Financial Harmonisation. EUI Working Papers SPS 2012/04. Department of Political and Social Sciences, European University Institute. Florence : European University Press, 2012. P. 4.

² Подробнее об этапах гармонизации на финансовом рынке см. раздел 1.1.2.2 Отчета по 1-му этапу.

³ Treaty of Rome 1957, Treaty on the Functioning of the European Union, 25 March 1957.

⁴ Ограничения на деятельность по перестрахованию, имеющую международный характер, были сняты в 1964 г., был введен принцип свободы предоставления услуг по перестрахованию на всей территории ЕС.

2. Очерки интеграции финансовых рынков: как это делается

— возможность учреждения филиалов банков и страховых организаций на условиях «национального режима» (но национальные регуляторы могли требовать у филиала лицензии, которая получалась на национальных условиях); в большинстве стран ЕС филиалы банков должны были иметь минимальный начальный капитал (как для вновь создаваемого банка)¹;

— распространение «национального режима» на деятельность инвестиционных фирм (изначально исключенных из-за необходимости снятия ограничений на движение капитала) и допуск ценных бумаг к листингу на биржах стран ЕС;

— принцип надзора со стороны страны происхождения (home country control)², но де-факто сохранялся надзор принимающей страны³.

Вместе с тем финансовый рынок ЕС оставался фрагментированным⁴:

— сохранялась необходимость получения финансовыми институтами лицензии в других странах ЕС, в том числе при открытии филиала; не было возможности прямого предоставления услуг (без открытия филиала), допуска ценных бумаг на биржи других стран ЕС без согласования листинга;

— сохранялись валютный контроль, ограничения на движение капитала.

На этом этапе ЕС ориентировался на модель «полной» гармонизации (full harmonisation)⁵, т.е. разработки эквивалентного или унифицированного законодательства, применимого во всех странах ЕС⁶. Но эта модель не была реализована и существенно замедлила финансовую интеграцию. Причина — сложности согласования и принятия на уровне ЕС единых норм регулирования (каждая страна настаивала на сохранении ключевых национальных особенностей регулятивных систем на финансовых рынках⁷).

¹ Gruson M., Nikowitz W. The Second Banking Directive of the European Economic Community and Its Importance for Non-EEC Banks // Fordham International Law Journal. Vol. 12. Iss. 2. 1988. Article 3. P. 210.

² Dermine J. European Banking: Past, Present and Future. Second ECB Central Banking Conference, Frankfurt am Main, 24–25 October 2002. P. 3.

³ Gruson M., Nikowitz W. The Second Banking Directive of the European Economic Community and Its Importance for Non-EEC Banks // Fordham International Law Journal. Vol. 12. Iss. 2. 1988. Article 3. P. 210.

⁴ Dermine J. European Banking: Past, Present and Future. Second ECB Central Banking Conference, Frankfurt am Main, 24–25 October 2002. P. 4.

⁵ Kern S. EU-US Financial Market Integration — a Work in Progress. Financial Market Special, EU Monitor 56, DB Research, 2008. P. 10–13.

⁶ Licht A. N. Stock Market Integration in Europe. Harvard Law School, Program on International Financial Systems, March 1997. P. 21.

⁷ Различия в уровне развития РЦБ между странами ЕС в этот период были существенными (в странах континентальной системы права регулирование РЦБ практически отсутствовало) — даже в начале 1980-х гг. в 7 из 12 стран ЕС отсутствовали требования публикации проспекта ценных бумаг при публичном размещении, во всех странах отсутствовали отдельные регуляторы на РЦБ, в 1991 г. — в 9 из 12 стран отсутствовала уголовная ответственность за инсайдерскую торговлю. См.: Warren M. G. The European Union's Investment Services Directive // Journal of International Law. Vol. 15. Iss. 2. 1995. P. 7.

2.1. Интеграция

Таблица 2.3. I этап (1973—1982 гг.). Ключевые направления гармонизации на финансовом рынке ЕС (банки, РЦБ, страхование)

Банки	РЦБ	Страхование
<p>1973—1975 гг. — национальный режим для банков стран ЕС при учреждении и получении лицензии;</p> <p>1977—1979 гг. — минимальные стандарты лицензирования (регулятор может требовать лицензию для филиала банка из другой страны ЕС)</p>	<p>1979—1981 гг. — минимальные требования к допуску ценных бумаг к листингу на биржах стран ЕС (национальный режим):</p> <p>— требования к эмитенту (капитализация/объем выпуска облигаций, финансовая отчетность, раскрытие информации);</p> <p>— определен орган, допускающий бумаги к листингу (регулятор или биржа);</p> <p>1981 г. — единые требования к допуску к листингу — после публикации информационного листа (Listing particular), одобренного регулятором (взаимодействие регуляторов при листинге в разных странах ЕС);</p> <p>1982—1983 гг. — требования к публикации эмитентами, имеющими листинг, полугодовых отчетов</p>	<p>1972—1973 гг. — введение обязательного страхования ответственности владельцев транспортных средств перед третьими лицами (прекращена проверка «зеленых карт» на границах ЕС и других стран);</p> <p>1973—1975 гг.:</p> <p>— национальный режим (страховые организации иных видов страхования);</p> <p>— обязательное лицензирование страховой деятельности (15 классов страхования, за исключением автострахования);</p> <p>— правила регулирования страховых организаций; требования к созданию технических резервов и инвестициям в активы; требования к уровню платежеспособности (solvency margin);</p> <p>1978—1979 гг. — прямое предоставление услуг по перестрахованию (без филиала);</p> <p>1979—1980 гг. — национальный режим для страховых организаций страхования жизни (9 классов страхования); запрет на совмещение страхования жизни и других видов страхования</p>

Примечание: формат даты 1973—1975 гг. означает: 1973 г. — год принятия наднационального нормативного акта, 1975 г. — год имплементации данного акта в национальные законодательства стран ЕС.

Источники: Приложение 2, Нормативные акты ЕС (по секторам, в 1972—1982 гг.).

II этап (1983—1999 гг.) — становление единого финансового рынка

В начале 1980-х гг. для ЕС стали очевидны невыполнение планов по созданию общего рынка, невозможность полной унификации национальных законодательств. В рамках программы Еврокомиссии по формированию единого рынка был сделан переход к модели «взаимного признания» и «минимальной гармонизации» вместо «полной» гармонизации и к концепции надзора страны происхождения¹.

¹ White Paper from the Commission to the European Council: Completing the Internal Market. Com (85) 310 final, Milan, 28—29 June 1985; 1986 Single European Act; Buttigieg C. P. The Development of the EU Regulatory and Supervisory Framework Applicable to UCITS: A Critical Examination of the Conditions and Limitations of Mutual Recognition. University of Sussex, March 2014. P. 1.

В рамках *модели взаимного признания* ЕС предполагалось достижение взаимного согласия, по которому каждая страна-участница признает и принимает для целей регулирования регулятивные требования, применяемые другими странами¹. Основная проблема — определение минимального уровня гармонизации для взаимного признания.

На уровне ЕС устанавливались минимальные регулятивные требования, которые делали регулирование в странах ЕС эквивалентным в целом. Детали и особенности регулирования определялись каждой страной в национальном законодательстве (с учетом специфики конкретных рынков и правовых систем). Страны «у себя дома» могли применять более жесткие регулятивные требования.

В это время были заложены важнейшие элементы гармонизации (табл. 2.4):

- концепция «единого паспорта» (*single passport*) для банков, страховых компаний и инвестиционных фирм, т.е. взаимное признание лицензий, выданных одной страной ЕС, на территории ЕС — свободное учреждение филиалов/отделений или прямое оказание услуг финансовым институтом (без открытия филиала), имеющим лицензию одной страны, на территории других стран ЕС без дополнительных лицензионных процедур у национального регулятора; «единый паспорт» для эмитентов — взаимное признание проспектов ценных бумаг, одобренных регулятором страны происхождения для публичного предложения или включения в листинг на бирже;

- формирование на уровне ЕС минимальных гармонизированных регулятивных стандартов, обеспечивающих минимальные требования к капиталу и пруденциальным нормативам финансовых институтов, порядок надзора страны происхождения (страны, зарегистрировавшей головную организацию финансового института);

- принцип применения регулирования страны происхождения, предусматривающий для финансовых институтов возможность деятельности на территории ЕС на основе правил, установленных страной происхождения и соответствующих минимальным требованиям ЕС;

- закрепление принципа надзора со стороны страны происхождения.

Таблица 2.4. II этап (1983—1999 гг.). Ключевые направления гармонизации на финансовом рынке ЕС (банк, РЦБ, страхование)

Банки	РЦБ	Страхование
1983—1985 гг. — консолидированный надзор за кредитными организациями; 1989—1991/1993 гг.: — минимальные требования (стандарты) к расчету собственных средств; — требования к коэффициен-	1985—1989 гг. — «единый паспорт» для инвестиционных фондов (продажа управляющей компанией ценных бумаг фонда в других странах ЕС) + требования к лицензированию, видам фондов, раскрытию информации и др. (UCITS I); 1987—1990 гг. — взаимное признание информационных листов при одновременном листинге на биржах ЕС;	1983—1987 гг. — страхование ответственности включает также имущественный ущерб, минимальный уровень покрытия; 1988—1989 гг. — оказание услуг без создания филиала (иные виды страхова-

¹ Warren M. G. The European Union's Investment Services Directive // Journal of International Law. Vol. 15. Iss. 2. 1995. P. 187.

Банки	РЦБ	Страхование
<p>ту платежеспособности (учет кредитного риска);</p> <p>— «единый паспорт» для банков (свободное открытие филиала или прямое оказание услуг без филиала) + минимальный перечень операций, минимальные пруденциальные нормативы + надзор страны происхождения;</p> <p>— консолидированный надзор всех банковских групп (в том числе если банк не является головной организацией)</p>	<p>1989—1990 гг. — обязательная публикация проспекта при публичном предложении; взаимное признание проспекта при одновременном размещении в нескольких странах ЕС (Prospectus Directive 1989);</p> <p>1990—1991 г. — признание проспектов в качестве информационных листов для допуска к листингу (при одновременном размещении или до 3 мес.) (Mutual Recognition 1990);</p> <p>1988—1991 гг. — требования к раскрытию информации об объеме голосующих прав при покупке/продаже акций;</p> <p>1989—1992 гг. — введение регулирования инсайдерской деятельности (понятие+запрет на инсайдерскую торговлю)</p>	<p>ния) (ограничения в зависимости от вида страхования);</p> <p>1990—1992 гг. — оказание услуг без создания филиала (страхование жизни) (ограничения в зависимости от вида продажи)</p>
<p>1992—1994 гг. — требования к мониторингу крупных рисков;</p> <p>1994—1995 гг. — требования к схемам гарантирования депозитов (DGS 1994):</p> <p>— обязательное участие банков в DGS;</p> <p>— минимальный уровень страхового покрытия (страны могут снижать до 90%);</p> <p>— «единый паспорт» для DGS (покрывает филиалы в других странах ЕС)</p>	<p>1993—1996 гг.:</p> <p>— «единый паспорт» для инвестиционных фирм + перечень инвестиционных услуг + минимальные пруденциальные требования + ограниченный надзор страны происхождения; доступ брокеров-дилеров на организованные рынки и к расчетно-клиринговой инфраструктуре; раскрытие информации (ISD);</p> <p>— требования к капиталу инвестиционных фирм и банков (торговые портфели) для покрытия рыночных рисков (CAD);</p> <p>1997—1998 гг. — обязательное участие в компенсационных схемах + минимальное покрытие (ISCD);</p> <p>1998—1999 г. — минимальные требования к расчетным и платежным системам, обеспечение завершенности расчетов</p>	<p>1992—1993 гг.:</p> <p>— «единый паспорт» для страховых организаций + + надзор страны происхождения;</p> <p>— устранение контроля за страховыми тарифами и правилами (раскрытие информации регулятору);</p> <p>— пруденциальные требования, в том числе к техническим резервам и стратегиям размещения активов</p>

Примечание: Формат даты 1983—1985 гг. означает: 1983 г. — год принятия наднационального нормативного акта, 1985 г. — год имплементации данного акта в национальные законодательства стран ЕС.

Источники: Приложение 2, нормативные правовые акты ЕС (по секторам, в 1983—1999 гг.).

Банковский сектор. Была определена ориентация ЕС на универсальную модель банковской деятельности, т.е. на основе банковской лицензии кредитные организации могли осуществлять не только *банковские операции*, но и *операции на РЦБ* (в том числе торговлю за свой счет и за счет клиента, андеррайтинг, портфельное управление и консультирование)¹.

¹ Еврокомиссией также была рекомендована гибкая процедура внесения изменений в перечень операций в соответствии с развитием финансовых рынков: Gruson M., Nikowitz W. The Second Banking Directive of the European Economic Community and Its Importance for Non-EEC Banks // Fordham International Law Journal. Vol. 12. Iss. 2. 1988. Article 3. P. 216.

Было установлено обязательное участие банков в схемах гарантирования вкладов (Deposit Guarantee Schemes, далее — DGS), определена минимальная сумма возмещения, система страхования распространена на филиалы банков в других странах ЕС (табл. 2.4). В то же время сохранялись существенные различия в уровне покрытия (страны могли устанавливать меньший уровень до 1999 г.), в перечне покрываемых вкладчиков, продуктов, сроках выплат.

Другие различия были вызваны отсутствием унификации полномочий банков, предусмотренных национальной лицензией. В результате банк страны, выдающей лицензию на более широкий перечень операций, получал преимущества перед местными банками другой страны-участницы. Кроме того, национальные регуляторы могли вводить более высокие требования к начальному капиталу банков, мониторингу крупных рисков и др.

Рынок ценных бумаг. Активизация процессов гармонизации в части взаимного признания проспектов ценных бумаг, информационных листов для допуска к листингу во всех странах ЕС; введен «европейский паспорт» для инвестиционных фондов UCITS¹, гармонизировано регулирование инсайдерской торговли, защиты прав инвесторов на РЦБ (табл. 2.4).

Ключевым «тормозом» интеграции было позднее принятие «единого паспорта» для инвестиционных фирм (1996 г.) в сравнении с банками (1993 г.). Причина — конкуренция между странами с разными моделями финансовых систем и РЦБ².

Сохранялись и другие проблемы гармонизации:

— не были унифицированы стандарты ведения бизнеса (conduct-of-business rules) инвестиционных фирм (только базовые принципы);

— ограниченный надзор страны происхождения (регулятор принимающей страны осуществлял надзор за защитой прав потребителей и правилами ведения бизнеса);

— дополнительные требования регуляторов к раскрытию информации при размещении и листинге ценных бумаг (например, включение в проспекты дополнительной информации)³;

¹ Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities — предприятия коллективного инвестирования, осуществляющие на принципах диверсификации рисков вложения в обращающиеся ценные бумаги и иные ликвидные инструменты (директива UCITS IV).

² Группа Club Med (Франция, Италия, Испания, Португалия, Греция, Бельгия — рынки конкурирующих заявок (order-driven market), т.е. в основном рынки розничных инвесторов) против группы North Sea Alliance (Великобритания, Ирландия, Германия, Люксембург, Нидерланды — рынки, движимые котировками (quote-driven market), т.е. рынки маркет-мейкеров и крупных инвесторов). Club Med настаивала на торговле ценными бумагами только на регулируемых рынках (организованных РЦБ), добивалась создания банками отдельной дочерней структуры для инвестиционной деятельности и доступа на биржу (поэтому Германия присоединилась к северным странам), высокого уровня прозрачности рынка и единых стандартов ведения бизнеса для защиты инвесторов, а страны Альянса — сохранения внебиржевых рынков, более мягких требований к ведению бизнеса, большей конфиденциальности рыночных операций для защиты маркет-мейкеров и рыночной ликвидности. Доминирование рынка «крупных инвесторов» в той или иной степени сохранялось до финансового кризиса 2008—2009 гг., после которого началось развитие регулирования на основе «правил», приоритете защиты потребителей, роли регулятора. См.: Howarth D., Sadeh T. The Political Economy of Europe's Incomplete Single Market. Routledge, 10 April 2014. Part 3.

³ Verdier P.-H. Mutual Recognition in International Finance // Harvard International Law Journal. Vol. 52. Winter 2011. No. 1. P. 72—73.

2.1. Интеграция

— для банков доступ на биржи был временно ограничен (в странах Club Med¹);

— возможность изъятий из требований по торговле ценными бумагами на «регулируемых рынках», требований к прозрачности операций на РЦБ со стороны национальных регуляторов;

— отсутствие гармонизированных механизмов клиринга и расчетов;

— необходимость обновления требований к капиталу инвестиционных фирм в соответствии с Базельскими требованиями.

Страховой сектор. До 1994 г. свободное оказание услуг (введенное директивами второго поколения 1988 и 1990 гг.) ограничивалось разделением регулирования и надзора между страной происхождения и принимающей страной, а также необходимостью предоставления страховщиком сертификатов, подтверждающих платежеспособность и перечень разрешенных видов страхования:

— по прочим видам страхования — розничные услуги, страхование массовых рисков, требующих особой защиты потребителей, относились в части регулирования к компетенции принимающей страны (в том числе предварительный контроль страховых тарифов и правил регулятором). Соответственно регулирование страны происхождения (в том числе без лицензирования регулятором принимающей страны) применялось только для корпоративных услуг и страхования крупных рисков²;

— по страхованию жизни — в случае пассивного страхования (услуги по инициативе клиента, подписывающего специальное заявление) применялось регулирование страны происхождения (регулятор принимающей страны не согласовывал тарифы и правила). В случае активных продаж в других странах ЕС принимающая страна могла требовать лицензирования страховщика и участвовать в одобрении страховых тарифов и правил³.

После введения «единого паспорта» на страховом рынке (директивы третьего поколения 1992 г.) сохранялся ряд ограничений: право национальных регуляторов запретить доступ отдельным страховым продуктам, противоречащим «общественным интересам», налоговые льготы только для национальных страховщиков, различия в англосаксонской и романо-германской системах права⁴.

Таким образом, несмотря на ускорение интеграции на финансовом рынке благодаря модели «взаимного признания», позволяющей достичь гармонизации наиболее быстро и с минимальными издержками, данная модель не стала идеальной в силу следующих проблем:

— гармонизация шла недостаточно быстро, сроки внедрения директив ЕС в отдельных странах нарушались; сохранялся сложный порядок принятия законодательства ЕС с длительными процедурами согласования;

¹ Verdier P.-H. Op. cit.

² Sterzynski M. The European Single Insurance Market: Overview and Impact of the Liberalization and Deregulation Processes // Belgian Actuarial Bulletin. Vol. 3. No. 1. 2003. P. 42—44.

³ Folsom R. European Union Law, 4th (Concise Hornbook Series). P. 165.

⁴ Hess T., Trauth T. Towards A Single European Insurance Market // International Journal of Business. 1998. 3(1). P. 92—93.

2. Очерки интеграции финансовых рынков: как это делается

— национальные регуляторы сохраняли полномочия по введению более жестких регулятивных требований в банках и на РЦБ (помимо минимальных требований ЕС), что ограничивало действие «европейского паспорта»;

— отсутствие единых методов интерпретации и внедрения наднационального законодательства на уровне стран-участниц, единого механизма координации и правоприменения приводило к сохранению существенных различий в регулятивных требованиях между странами¹, а значит, возможностям регулятивного арбитража².

III этап (2000—2008 гг.) — завершение формирования единого финансового рынка

Основными проблемами гармонизации оставались существенные различия в регулировании на национальном уровне, нарушения при внедрении директив. Рамочные директивы не могли обеспечить правовую определенность и сближение надзорной практики. Оставались и проблемы более общего характера — гармонизация корпоративного управления и условий налогообложения сбережений и страховых премий.

Для завершения формирования единого финансового рынка и его адаптации к введению евро была разработана программа развития финансовых услуг (1999 г.)³, принята «процедура Ламфалусси» (сократила время принятия Европейским парламентом детализированных нормативных актов), в 2005 г. — новая программа развития финансовых услуг⁴.

Меры по созданию единого рынка начиная с 1999 г. (табл. 2.5) были направлены на детализацию наднационального регулирования, централизацию процессов принятия регулятивных решений и правоприменения, т.е. происходил переход к модели «максимальной» (полной) гармонизации⁵, включавший:

— установление детальных наднациональных регулятивных требований вместо общих принципов и норм;

— сокращение объема вопросов, оставляемых за национальными регуляторами (уменьшение регулятивной конкуренции); прямые запреты на установление странами ЕС более жестких требований на национальном уровне, в том числе в тех сферах, где раньше это было возможно;

— усиление принципа регулирования страны происхождения и гармонизация полномочий национальных регуляторов.

¹ Geiger U. Harmonization of Securities Disclosure Rules in the Global Market — A Proposal // Fordham Law Review. Vol. 66. Iss. 5. Article 4. 1998. P. 1791.

² Licht A. N. Stock Market Integration in Europe. Harvard Law School, Program on International Financial Systems. March 1997. P. 22.

³ Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan. COM (1999) 232 final, 5 November 1999 (Financial Services Action Plan) — три ключевых направления развития (корпоративные финансовые услуги; открытый доступ на розничные рынки; усиление пруденциального регулирования) и более 40 мер регулирования.

⁴ Financial Services Policy 2005—2010. White Paper, COM (2005) 629. Приоритеты наднационального регулирования — розничные банковские услуги; Solvency II; клиринг и расчеты; электронные деньги; возможность введения гарантирования по страховым полисам; инвестиционные фонды.

⁵ Verdier P.-H. Op. cit. P. 75.

2.1. Интеграция

Таблица 2.5. III этап (2000—2008 гг.). Ключевые направления гармонизации на финансовом рынке (банки, РЦБ, страхование)

Банки	РЦБ	Страхование
2000 г. — консолидация в единую директиву; 2002—2004 гг. — дополнительный надзор за финансовыми конгломератами	2001 г. — консолидация регулирования допуска к листингу в единую директиву — публикация одобренного регулятором информационного листа, требования к эмитенту и ценным бумагам, решение регулятора о допуске к листингу, взаимное признание информационных листов регуляторами стран ЕС (Admission Directive) (см. пп. 2.1.2.3)	2000—2002 гг. — порядок защиты резидентов ЕС, попавших в дорожное происшествие в другой стране ЕС; 2001 г. — требования к процедуре банкротства и реорганизации страховых компаний (в отношении застрахованных, владельцев полисов, кредиторов и др.); 2002—2004 гг. — минимальные стандарты для расчета уровня платежеспособности (страхование жизни; иные виды страхования) (директивы Solvency I).
2001—2004 гг. — требования к процедуре реорганизации и ликвидации банков (кроме трансграничных групп): — единый перечень мер, их взаимное признание; — минимальные требования к законодательству о банкротстве банков; — исключительная компетенция регулятора страны происхождения по реорганизации и ликвидации банков	2002—2004 гг. — минимальные требования к финансовым заломам по сделкам (в том числе сделкам репо), их трансграничному использованию; 2002—2003 гг. — «единый паспорт» для УК инвестиционных фондов — юридических лиц (управление фондами в других странах ЕС) (UCITS III); 2003—2004 гг. — запрет на манипулирование и сделок с инсайдерской информацией (MAD 2003); 2003—2005 гг.: — «единый паспорт» для профессиональных пенсионных фондов (прием взносов в других странах ЕС); — «единый паспорт» для эмитентов (взаимное признание проспектов) (Prospectus Directive 2003); 2004—2007 гг.: — минимальные требования к раскрытию информации эмитентами, имеющими листинг (Transparency Directive 2004); — регулирование новых финансовых услуг и инструментов, биржевой и внебиржевой торговли (введение MTF* как альтернативы традиционной биржи — регулируемому рынку), полный надзор страны происхождения, единые правила ведения бизнеса для инвестиционных фирм (MiFID)	Консолидация регулирования в единую директиву (страхование жизни) - разрешено совмещать с иными видами страхования; 2005—2007 гг. — прекращена проверка «зеленых карт» на границах стран внутри ЕС
2006—2007/2008 гг. — внедрение Базеля II для банков (CRD 1)	2006—2007 гг. — добровольный Европейский кодекс клиринга и расчетов (биржи, клиринговые организации и центральные депозитарии); 2006—2008 гг. — внедрение Базеля II для инвестиционных фирм (CRD 1)	

Примечание: формат даты 2002—2004 гг. означает: 2002 г. — год принятия наднационального нормативного акта, 2004 г. — год имплементации данного акта в национальные законодательства стран ЕС.

* См. пп. 2.1.2.3 («Единый паспорт» на РЦБ).

Источники: Приложение 2, Нормативные правовые акты ЕС (по секторам, в 2000—2008 гг.).

Банковский сектор. Были приняты гармонизированные подходы к реорганизации и ликвидации банков. Продолжалась политика унификации регулятивных требований к капиталу для банков и инвестиционных фирм на основе Базеля II. Развивалась система консолидированного надзора, охватывающего все виды финансовых институтов и финансовые конгломераты (табл. 2.5). С 2002 г. действует регулирование небанковских «институтов электронных денег» — введен «единый паспорт», порядок надзора, минимальные требования к капиталу¹.

Рынок ценных бумаг. В директивах 2003—2004 гг., принятых взамен директив 1990-х гг., были сделаны значимые шаги:

— полноценный «единый паспорт» для инвестиционных фирм (надзор полностью передан регулятору страны происхождения, введены единые стандарты ведения бизнеса); «единый паспорт» для управляющих компаний и пенсионных фондов;

— установлен запрет для регуляторов принимающей страны вводить дополнительные требования к проспектам и информационным листам при листинге², к периодическому раскрытию информации;

— усилено регулирование инсайдерской торговли и манипулятивных практик³; расширено регулирование новых финансовых услуг и инструментов и биржевой торговли (табл. 2.5).

Страховой сектор. Принятые в 2002 г. пруденциальные стандарты Solvency I были ориентированы на оценку платежеспособности страховщиков, но без глубокого учета рисков (табл. 2.5). В условиях усложнения финансовых инструментов стандарты Solvency I не обеспечивали адекватную оценку финансовой устойчивости страховщиков. В результате в отдельных странах ЕС были введены дополнительные требования к капиталу (например, в Великобритании), выросла потребность в новых пруденциальных стандартах⁴.

В 2004 г. внедрены единые требования к дистанционным финансовым услугам (банковским, страховым, на РЦБ) — понятие и правила этих услуг, права потребителей. В 2005 г. частично гармонизированы условия налогообложения процентного дохода (взимание налога у источника выплаты и перечисление его в страну происхождения получателя дохода; соглашения с налоговыми гаванями (зависимыми/ассоциированными территориями стран ЕС) о единой ставке налога для резидентов ЕС и анонимном перечислении налоговых платежей в страну происхождения)⁵.

¹ Directive 2000/46/EC of the European Parliament and of the Council of 18 September 2000 on the Taking up, Pursuit of and Prudential Supervision of the Business of Electronic Money Institutions.

² Кроме информации, специфической для страны размещения и касающейся налогообложения доходов, платежных агентов и способа публикации информации для инвесторов.

³ В некоторых странах ЕС до этого момента отсутствовало регулирование ценовых манипуляций и распространения вводящей в заблуждение информации.

⁴ Kempler C. Global Perspectives on Insurance Today: a Look at National Interest Versus Globalization. Palgrave Macmillan, 2010. P. 53—54.

⁵ Directive 2002/65/EC of the European Parliament and of the Council of 23 September 2002 concerning the Distance Marketing of Consumer Financial Services; Council Directive 2003/48/EC of 3 June 2003 on Taxation of Savings Income in the Form of Interest Payments.

2.1. Интеграция

IV этап (2009—2014 гг.) — посткризисное регулирование единого рынка, создание Банковского союза и единого механизма банкротства

Кризис 2008—2009 гг. показал недостатки регулирования единого финансового рынка ЕС, привел к усилению институциональной и правовой инфраструктуры ЕС (введение более жесткого регулирования, предотвращение нарушений на уровне стран ЕС, унификация правил деятельности финансовых институтов).

Особенности данного этапа:

— усиление роли наднационального законодательства (регламенты прямого действия для ускоренного и унифицированного применения новых требований) и инфраструктуры финансового надзора в ЕС (создание наднациональных регуляторов ЕВА, ESMA, EIOPA) в рамках «максимальной» гармонизации;

— ужесточение регулирования после финансового кризиса — повышение регулятивных требований (рекомендации Совета по финансовой стабильности, Базель III), их обновление с учетом новых продуктов и технологий; впервые гармонизированы минимальные административные санкции за нарушения на финансовом рынке (в области раскрытия информации, деятельности UCITS и др.) и минимальные уголовные санкции за манипулирование и инсайдерскую торговлю (табл. 2.6);

— включение в сферу наднационального регулирования нерегулируемых ранее видов деятельности (хедж-фонды, рейтинговые агентства, внебиржевая торговля деривативами, короткие продажи, венчурные фонды, развитие регулирования «теневой ликвидности» и др.) (табл. 2.6); расширено налоговое регулирование (перечисление странами ЕС налогов с фиксированных доходов по ценным бумагам, продуктам страхования жизни, инвестиционным фондам в страну регистрации налогоплательщика)¹;

— принятие единого регулирования системно значимой инфраструктуры на РЦБ (торговых площадок, центральных контрагентов, центральных депозитариев, торговых репозитариев) в рамках директивы MiFID 2 и регламента MiFIR, регламентов EMIR и CSDR² (табл. 2.6);

— создание Банковского союза для банков стран еврозоны; ключевые элементы: а) единые регулятивные требования (Single Rulebook) — система актов, обеспечивающих унифицированные пруденциальные нормативы для всех стран ЕС; б) единый надзорный механизм (Single Supervisory Mechanism, SSM) обязателен для стран еврозоны и стран, присоединившихся к SSM (см. пп. 2.1.2.2); в) единый механизм банкротства банков (Single Resolution Mechanism, SRM); г) система страхования вкладов для еврозоны (European Deposit Insurance Scheme, EDIS) (табл. 2.6).

¹ Council Directive 2014/48/EU of 24 March 2014 amending Directive 2003/48/EC on Taxation of Savings Income in the Form of Interest Payments.

² MiFID 2/MiFIR (Market in Financial Instruments Directive, Market in Financial Instruments Regulation), EMIR (European Market Infrastructure Regulation on OTC Derivatives, CCPs and Trade Repositories) and CSDR (Central Securities Depositories Regulation).

2. Очерки интеграции финансовых рынков: как это делается

Таблица 2.6. **IV этап (2009—2014 гг.). Ключевые направления гармонизации на финансовом рынке (банки, РЦБ, страхование)***

Банки	РЦБ	Страхование
<p>2009—2010 гг. — усиление требований к капиталу, учет крупных рисков, рисков ликвидности и секьюритизации; коллегии регуляторов в отношении банковских групп (CRD 2);</p> <p>2009—2011 г. — повышение страхового возмещения по вкладам, запрет на его сокращение и снижение сроков выплаты (DGS 2009);</p> <p>2010—2011 гг. — требования Базеля II.5 — к капиталу в отношении торговых портфелей, ре-секьюритизации, изменение компенсационных практик (CRD 3);</p> <p>2011 г. — создание ЕВА. Начало проекта AnaCredit — единая аналитическая БД, содержащая гармонизированную информацию по кредитам банков еврозоны (для целей надзора, макропруденциального и денежного регулирования) (передана в ЕЦБ);</p> <p>2012—2013/2019 гг. — обновленные требования к деятельности банков (учреждение, лицензирование, надзор, административные санкции и др.); Единые гармонизированные пруденциальные требования в рамках Базеля III для банков (Single Rulebook) (CRD 4 и регламент CRR);</p> <p>2013—2014 гг. — ЕЦБ стал единым регулятором банков еврозоны (SSM);</p> <p>2014—2015/2016 гг. — развитие DGS (для мелких и средних банков) (DGS 2014);</p> <p>— требования к порядку финансирования DGS, структуре активов, расчету страховых взносов;</p> <p>— единая максимальная сумма покрытия в 100 тыс. евро, минимизация сроков выплаты;</p> <p>— распространение покрытия на юридических лиц;</p>	<p>2009 г. — обязательная регистрация рейтинговых агентств + «единый паспорт» + единый репозиторий информации о рейтинговых агентствах (CEREP); усиление требований к капиталу (CRD 2); использование кредитных требований как обеспечения в трансграничных сделках;</p> <p>2009—2011 гг. — полный «единый паспорт» для УК инвестиционных фондов (продажа и создание новых фондов в других странах ЕС) (UCITS IV);</p> <p>2010—2012 гг. — упрощение раскрытия информации для эмитентов-малых компаний, выбор страны происхождения для недолговых бумаг (Prospectus Directive 2010);</p> <p>2011 г. — создание ESMA; передача ему полномочий по надзору за рейтинговыми агентствами;</p> <p>2011—2013 гг. — «единый паспорт» для альтернативных фондов с активами 500 млн евро и выше (хедж-фонды, прямых инвестиций и др.) (AIFMD);</p> <p>2012 г. — обязательный централизованный клиринг и учет в торговых репозиториях сделок с внебиржевыми деривативами (EMIR); регулирование коротких продаж;</p> <p>2013 г. — «единый паспорт» для венчурных фондов (70% активов — нелистинговые малые и средние компании); проект регламента по денежным фондам;</p> <p>2013—2014 гг. — повышение требований к рейтинговым агентствам и использованию рейтингов;</p> <p>2013—2015 гг. — упрощение раскрытия информации эмитентами, единая база отчетов и электронный формат (2018—2020 гг.), гармонизация минимальных административных санкций за нарушения в области раскрытия информации (Transparency Directive 2013);</p> <p>2013—2019 гг. — внедрение Базеля III для инвестиционных фирм (CRD 4 и регламент CRR) — введены пруденциальные требования с учетом категории фирмы (см. пп. 2.1.2.3);</p>	<p>2009 г. — кодификация директив по страхованию ответственности владельцев транспортных средств перед третьими лицами;</p> <p>2009—2015 гг. — новый подход к оценке платежеспособности и финансовой устойчивости страховых (перестраховочных) организаций (Solvency II — с 2016 г.);</p> <p>— устранение различий в регулировании между страхованием жизни и иным страхованием, страховыми и перестраховочными организациями;</p> <p>— единое пруденциальное регулирование (минимальный капитал, норматив платежеспособности с учетом рыночного и операционного рисков);</p> <p>— регулирование страховых групп;</p> <p>2011 г. — введены равные страховые тарифы для женщин и мужчин (жизнь и здоровье, автострахование). Создание ЕЮРА;</p> <p>2014—2015 гг. — новые полномочия ЕЮРА (с 2016 г.);</p> <p>2016 г. — гармонизация правил продажи страховых продуктов через страховых посредников</p>

Банки	РЦБ	Страхование
<p>— приоритет депозитов, не покрываемых гарантией.</p> <p>Требования к процедуре банкротства и финансового оздоровления банков (директива BRRD — для всех стран ЕС):</p> <p>— полномочия национальных регуляторов по банкротству, единый перечень мер и инструментов, порядок государственной поддержки (не менее 8% обязательств покрываются за счет акционеров и кредиторов банка);</p> <p>— требования к планам финансового оздоровления и банкротства банков;</p> <p>— порядок банкротства трансграничных групп;</p> <p>— требования к национальным фондам банкротства (к 2024 г. — не менее 1% застрахованных депозитов)</p> <p>— минимальные административные санкции.</p> <p>Единый механизм банкротства и финансового оздоровления для банков для стран SSM (регламент SRM):</p> <p>— единые правила банкротства;</p> <p>— единый регулятор по банкротству (Single Resolution Board)</p> <p>— планирование и проведение банкротства «значимых» банков (решения о банкротстве — ЕЦБ);</p> <p>— единый фонд банкротства, финансируемый банками еврозоны.</p> <p>2015 г. — проект регламента о создании единой системы страхования вкладов для еврозоны (EDIS) к 2024 г.</p>	<p>2014 г. — «единый паспорт» для центральных депозитариев (ЦД) и торговых репозитариев; единый порядок доступа ЦД третьих стран; максимальный срок расчетов (T+2); гармонизация административных санкций для ЦД (CSDR);</p> <p>2014—2016 гг. — гармонизация административных санкций для UCITS (UCITS V);</p> <p>2014—2016 гг. — гармонизация уголовных санкций за инсайдерскую торговлю и манипулирование; расширение регулирования по новым инструментам (MAD 2014, MAR);</p> <p>2014—2017 гг. — MiFID 2 и MiFIR:</p> <p>— обязательная торговля акциями и долевыми бумагами на торговых площадках (внутренние мэтчинговые системы брокеров должны получить лицензию многосторонней торговой системы (MTF), торговля стандартизированными деривативами — на организованных площадках;</p> <p>— регулирование высокочастотной и алгоритмической торговли, многосторонней торговой системы для недолевых бумаг (OTF);</p> <p>— повышение требований к раскрытию информации торговыми площадками;</p> <p>— ограничение возможностей для «теневой ликвидности» (dark pools) — анонимной торговли в рамках MTF;</p> <p>— минимальные административные санкции;</p> <p>— гармонизация условий доступа инвестиционных фирм третьих стран;</p> <p>2015 г. — «единый паспорт» для фондов долгосрочного финансирования (для УК альтернативных фондов) (ELTIF)</p>	

* Направления регулирования на финансовом рынке приведены по состоянию на ноябрь 2014 г., кроме отдельных вопросов (нормативные акты, проекты которых существовали в ноябре 2014 г. и были приняты в 2015 г. — январе 2016 г.). См. раздел 1.1.2 Отчета по 1-му этапу.

П р и м е ч а н и е: Формат даты 2009—2010 гг. означает: 2009 г. — год принятия наднационального нормативного акта, 2010 г. — год имплементации данного акта в национальные законодательства стран ЕС.

Источники: Приложение 2, Нормативные правовые акты ЕС (по секторам, с 2009 г.).

Современная модель гармонизации на финансовом рынке ЕС — модель «максимальной гармонизации», комбинирующая модели «взаимного признания» и «минимальной гармонизации». Взаимное признание в ЕС изначально было основано на гармонизации только минимальных регулятивных требований, но развитие интеграции привело к расширению и повышению уровня детализации наднациональных требований. По отдельным направлениям регулирования ЕС перешел к использованию «максимальной» гармонизации, т.е. установлению на наднациональном уровне регулятивных требований, изменение которых национальными регуляторами запрещено или ограничено (возможно в установленных случаях). Например, в рамках директивы CRD 4 установлены максимальные нормативы достаточности капитала с учетом рисков, т.е. национальным регуляторам запрещено устанавливать более высокие требования¹.

В результате уровень гармонизации законодательства на финансовых рынках ЕС неоднороден и зависит не только от сектора (максимальная степень — в банковском секторе; на РЦБ — в части требований к капиталу и регулирования системно значимой инфраструктуры рынка; в страховании — наиболее низкий уровень), но и от отдельных вопросов регулирования внутри сектора (требования к капиталу, отчетность, административные санкции и др.).

Дальнейшая интеграция на финансовом рынке в ЕС предполагает как гармонизацию и развитие действующего регулирования, так и новые направления наднационального регулирования, в том числе:

— создание союза рынков капитала в ЕС (Capital Markets Union) для привлечения инвестиций в ЕС, финансирования инвестиционных проектов, финансовой интеграции (прозрачные стандарты секьюритизации, изменения в Solvency II — для стимулирования инфраструктурных инвестиций и фондов долгосрочных инвестиций, упрощение выпуска ценных бумаг для малых компаний и др.)²;

— создание единого рынка платежных услуг в ЕС³;

— повышение устойчивости крупнейших банков (отделение депозитных операций от рискованных торговых операций на РЦБ в случае угрозы финансовой стабильности)⁴; повышение прозрачности операций финансирования ценными бумагами (репо, кредитования, займов и др.) для финансовых институтов⁵;

¹ Это не в полной мере соответствует рекомендациям Базеля III, устанавливающим минимальные нормативы достаточности капитала, но отвечает подходу ЕС в рамках «максимальной гармонизации». Соответственно национальные регуляторы могут устанавливать более высокие требования к капиталу только в ряде строго оговоренных случаев (изменения стандартных весов рисков, к отдельным активам, например, залладным и др.), при этом порядок принятия таких решений в большинстве случаев регламентирован техническими стандартами ЕВА.

² Action Plan on Building a Capital Markets Union. Brussels, 30.9.2015 COM(2015) 468 final.

³ Directive (EU) 2015/2366 of the European Parliament and of the Council of 25 November 2015 on Payment Services in the Internal Market.

⁴ Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Structural Measures Improving the Resilience of EU Credit Institutions.

⁵ Regulation (EU) 2015/2365 of the European Parliament and of the Council of 25 November 2015 on Transparency of Securities Financing Transactions.

2.1. Интеграция

- регулирование использования финансовых бенчмарков¹(например, LIBOR, EURIBOR);
- повышение требований к контролю за операциями (противодействие отмыванию денег, финансированию терроризма и др.).

2.1.2.2. Система наднациональных финансовых регуляторов в ЕС

С 2011 г. в ЕС действует система наднациональных органов финансового надзора (European System of Financial Supervision), которым частично переданы полномочия финансовых регуляторов стран ЕС (табл.2.7). Данные органы подотчетны Европейскому парламенту, Совету ЕС и Европейской комиссии; их ключевая задача — развитие единых регулятивных норм, обязательных для применения всеми странами ЕС (Single Rulebook). ЕЦБ как единый регулятор в рамках единого надзорного механизма тесно взаимодействует с наднациональными регуляторами, в особенности с ЕВА.

Таблица 2.7. Система наднациональных органов финансового надзора ЕС

<i>European Systemic Risk Board (ESRB) — Европейский совет по системному риску</i> (макропруденциальное регулирование)		
⇕	⇕	⇕
European Supervision Authorities — Европейские регуляторы		
European Banking Authority (EBA) — Европейская служба банковского надзора	European Securities and Markets Authority (ESMA) — Европейская служба надзора на рынке ценных бумаг	European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA) — Европейская служба надзора в области страхования и профессионального пенсионного обеспечения
Объекты надзора		
— кредитные организации; — платежные институты; — институты электронных денег; — финансовые конгломераты	— инвестиционные фирмы; инвестиционные фонды, управляющие компании; другие компании, оказывающие инвестиционные услуги; — инфраструктурные организации (центральные депозитарии, центральные контрагенты, торговые репозитарии); — кредитные рейтинговые агентства	— страховые и перестраховочные организации, страховые посредники; — финансовые конгломераты; — институты профессионального пенсионного обеспечения
Ключевые функции		
— разработка технических стандартов и рекомендаций для реализации норм CRD3 и CRD4 в части: требований к собственному	— прямой надзор за кредитными рейтинговыми агентствами и торговыми репозитариями; — разработка технических стандартов и рекомендаций по операциям с финансо-	— внедрение требований к пруденциальному надзору за страховыми организациями (Solvency II); — совершенствование законодательства в области профес-

¹ Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Indices Used as Benchmarks in Financial Instruments and Financial Contracts.

<p>капиталу (инструменты, вычеты и др.), стандартов ликвидности (определения, отчетные формы и др.) и уровня левериджа, систем внутреннего управления, оценки рисков, компенсаций и др.; в области отчетности для кредитных организаций и инвестиционных фирм;</p> <p>— создание инфраструктуры для оценки и анализа рисков на финансовом рынке;</p> <p>— стресс-тестирование банковского сектора ЕС;</p> <p>— защита прав потребителей на рынке банковских услуг</p>	<p>выми инструментами (короткие продажи, высокочастотная торговля и др.), корпоративного финансирования, рынка внебиржевых деривативов, клиринговой и расчетной инфраструктуры (в том числе центральных контрагентов), деятельности управляющих компаний и инвестиционных фондов;</p> <p>— защита прав инвесторов на РЦБ;</p> <p>— спецификация классов финансовых инструментов;</p> <p>— ведение реестров кредитных рейтинговых агентств, по раскрытию информации эмитентами, ценным бумагам, допущенных к торгам, инвестиционных фирм, инвестиционных фондов и их управляющих и др.</p>	<p>сионального пенсионного обеспечения;</p> <p>— защита прав потребителей на рынке страхования и пенсионного обеспечения</p>
---	---	--

Источник: Данные официальных сайтов.

ЕВА, ESMA и EIOPA также обеспечивают:

- взаимодействие с национальными регуляторами и с коллегиями регуляторов (по трансграничным институтам); координацию действий национальных регуляторов и принятие чрезвычайных мер в кризисных ситуациях (право принятия решений, обязательных для национальных регуляторов или финансовых институтов¹);
- мониторинг деятельности финансовых институтов;
- сбор и раскрытие информации национальных регуляторов (создание общеевропейских БД — реестры лицензий финансовых институтов, реестры проспектов ценных бумаг и др.);
- создание общей культуры и практики финансового надзора.

Система регуляторов в рамках Банковского союза

Единый надзорный механизм (Single Supervisory Mechanism, SSM), созданный в рамках Банковского союза, включает ЕЦБ и национальных регуляторов и обязателен для стран еврозоны².

В рамках SSM ЕЦБ осуществляет надзор за всеми банками еврозоны, но прямой надзор — только за 123 банковскими группами (1200 кредитных организаций, активы которых составляют 80% активов всех банков еврозоны) (табл. 2.8). Статус банка регулярно пересматривается, и ЕЦБ на основе соответствующего

¹ В отношении финансового института — в случае задержки решения или его отсутствия со стороны национального регулятора или в срочных случаях настоятельной необходимости.

² Могут участвовать другие страны, не входящие в еврозону, подписавшие соглашение о взаимодействии национальных регуляторов и ЕЦБ.

2.1. Интеграция

решения может в любой момент начать осуществлять прямой надзор за любым другим банком, не являющимся «значимым».

ЕЦБ как регулятор подотчетен Европейскому парламенту и Совету ЕС. Разделение функций денежного регулирования и пруденциального надзора обеспечивается созданием Совета по надзору (четыре представителя ЕЦБ и по одному представителю от национальных регуляторов), осуществляющего подготовку проектов решений для утверждения Управляющим советом ЕЦБ, и обособленными подразделениями для надзора.

Ресурсная обеспеченность ЕЦБ: персонал — 1200 человек (70% — бывшие сотрудники национальных регуляторов и ЕЦБ), т.е. по одному сотруднику на одну кредитную организацию¹; финансирование надзорных функций — за счет ежегодных взносов поднадзорных банков (размер зависит от значимости банка, объема рисков)².

Таблица 2.8. Единый надзорный механизм в рамках Банковского союза

Параметры	ЕЦБ	Национальные регуляторы
Объекты надзора	Все банки еврозоны (около 4700 организаций): — кредитные организации; — финансовые холдинговые компании, смешанные финансовые холдинговые компании; — отделения кредитных организаций, зарегистрированных в странах ЕС, не участвующих в SSM, действующие на территории еврозоны	— «значимые» национальные банки (в части функций, не относящихся к ЕЦБ, а также текущих надзорных функций); — «менее значимые» банки; — кредитные организации иностранных государств, осуществляющие деятельность через филиал или напрямую
Объекты прямого надзора	1200 «значимых» (significant) банков, соответствующие одному из критериев: а) имеющих активы более 30 млрд евро; б) имеющих активы, составляющие более 20% ВВП страны, но не менее 5 млрд евро; в) имеющих существенное значение для экономики страны (по уведомлению национального регулятора и после принятия решения ЕЦБ); г) запросившие прямую финансовую поддержку из Европейского фонда финансовой стабильности (European Financial Stability Facility) или Европейского стабилизационного механизма (European Stability Mechanism)	«Менее значимые» банки (less significant) — около 3500 организаций

¹ ECB Annual Report on Supervisory Activities. ECB. March, 2014.

² Совокупная сумма взносов (supervisory fee), которые вносятся банками, зависит от объема расходов ЕЦБ на прямой и косвенный надзор (зарботная плата, помещения и оборудование, ИТ-система и др.). Например, на 2015 г. бюджет ЕЦБ на надзор составляет 296 млн евро, из которых 89% — взносы значимых банков, 11% — менее значимых банков. Взнос для каждого банка состоит из фиксированной (10% от годовых расходов банка) и переменной части, зависящей от общего объема активов и активов, взвешенных с учетом риска.

См.: ECB. Banking Supervision. Organisation & Governance. Calculating the Fee // <https://www.banking-supervision.europa.eu/organisation/fees/calculator/html/index.en.html>.

Параметры	ЕЦБ	Национальные регуляторы
Функции в области надзора	<ul style="list-style-type: none"> — Лицензирование и отзыв лицензий всех кредитных организаций; — оценка долей участия, приобретаемых и реализуемых банками; — обеспечение соблюдения пруденциальных нормативов, требований к системе управления, внутреннего контроля и др.; установление более высоких требований для обеспечения финансовой стабильности; — стресс-тестирование как инструмент пруденциального надзора (не заменяют стресс-тесты ЕВА и национальных регуляторов); — консолидированный надзор, дополнительный надзор за финансовыми конгломератами; — взаимодействие с национальными регуляторами в рамках макропруденциального регулирования, установление более высоких требований к буферам капитала, чем национальные; — меры раннего реагирования во взаимодействии с национальными регуляторами по банкротству¹. <p>В отношении менее значимых банков — общий надзор, выпуск рекомендаций, регламентов и общих инструкций для национальных регуляторов</p>	<ul style="list-style-type: none"> — Прямой надзор за остальными (менее значимыми) банками; — подготовка предложений для ЕЦБ и их реализация; — выполнение большинства ежедневных надзорных мер за «значимыми банками» (мониторинг соблюдения законодательства при учреждении банка, ежедневные оценки состояния банков и выездные проверки; оценка внутренних моделей риска; текущие проверки банков); — функции, не переданные ЕЦБ: — регулятор в области защиты прав потребителей финансовых услуг; — получение уведомлений о деятельности банков других стран ЕС; — надзор за банками иностранных государств; — надзор за платежными услугами; — предотвращение легализации незаконных доходов
Регулятивные полномочия	<p>Все полномочия национального регулятора, в том числе:</p> <ul style="list-style-type: none"> — надзорные полномочия — в том числе введение требований по ограничению операций, усилению системы управления или повышению капитализации банка, ограничению распределения прибыли и др.; — полномочия в области расследований — проверки участников рынка, запрос информации; — проведение выездных проверок; — введение административных штрафов за нарушения 	<p>В отношении остальных (менее значимых) банков — все регулятивные полномочия</p> <p>В отношении значимых банков — в соответствии с функциями, в том числе введение штрафов за нарушения в области банковского регулирования (кроме нарушений решений ЕЦБ)</p>

¹ Legislative Package for Banking Supervision in the Eurozone — Frequently Asked Questions. European Commission. Brussels/Strasbourg, 12 September 2013 // http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-13-780_en.htm?locale=en.

Источники: Legislative Package for Banking Supervision in the Eurozone — Frequently Asked Questions. European Commission. Brussels/Strasbourg, 12 September 2013.

Официальный сайт ECB Banking Supervision // www.bankingsupervision.europa.eu.

Guide to *Banking* Supervision. ECB, Banking Supervision. November 2014.

2.1. Интеграция

ЕЦБ лицензирует все кредитные организации еврозоны¹, обладает всеми полномочиями национального регулятора. Для банков еврозоны ЕЦБ выступает регулятором страны происхождения (через национальных регуляторов принимает уведомления о начале деятельности в другой стране еврозоны или ЕС), а для банков других стран ЕС, действующих в странах еврозоны, — регулятором принимающей страны.

В рамках ЕЦБ для надзора созданы два департамента прямого надзора, подразделение косвенного надзора и департамент экспертного сопровождения. Для каждого «значимого» банка или банковской группы создаются группы совместного надзора (Joint Supervision Team, JST), включающие представителей ЕЦБ и национальных регуляторов.

Национальные регуляторы стран еврозоны сохраняют полный объем регулятивных полномочий за «менее значимыми» банками, участвуют в текущем надзоре за «значимыми» банками и выполняют функции, не возложенные на ЕЦБ (например, защита прав потребителей)².

2.1.2.3. Механизм действия «единого паспорта» на финансовом рынке³

Действие «единого паспорта» на финансовых рынках ЕС основано на следующих подходах к гармонизации регулирования:

1) использование укрупненных категорий финансовых институтов («кредитная организация» (credit institution), «инвестиционная фирма» (investment firm) и др.), определяемых через осуществляемые ими виды деятельности; перечень подлежащих лицензированию видов деятельности унифицирован и взаимно признается во всех странах ЕС;

2) установление в рамках «единого паспорта» режима «свободы предоставления услуг» и «права создания филиалов», т.е. возможность для финансовых институтов, получивших лицензию в одной стране ЕС, осуществлять деятельность и оказывать услуги, предусмотренные лицензией, в других странах ЕС путем прямого предоставления услуг или через открытие филиала;

3) гармонизация порядка лицензирования финансовых институтов (в части требований к лицензиатам, сроков выдачи лицензии, состава информации и форм документов, определяемых в технических стандартах EBA и ESMA), а также порядка их деятельности в других странах ЕС через открытие филиалов или прямое предоставление услуг (определен порядок и сроки уведомления регулятора страны происхождения, требования к деятельности, состав предоставляемой информации и др.); определение порядка деятельности финансовых институтов третьих стран;

4) гармонизация требований к порядку надзора за деятельностью финансовых институтов (принцип надзора страны происхождения⁴; определение право-

¹ Подача заявлений осуществляется через национальных регуляторов. Процедура рассмотрения — общая с участием ЕЦБ и национального регулятора. Окончательное решение принимается Советом по надзору ЕЦБ.

² Подробнее о функциях ЕЦБ и национальных регуляторов см. разд. 1.2.2.1 Отчета по 1-му этапу.

³ По состоянию на ноябрь 2014 г., если не указано иное.

⁴ Страна происхождения — как правило, страна, где зарегистрирован головной офис финансового института/эмитента.

2. Очерки интеграции финансовых рынков: как это делается

вого статуса и полномочий регулятора; порядок взаимодействия и обмена информацией регуляторов страны происхождения и принимающей страны; порядок консолидированного надзора; минимальный перечень правонарушений и минимальные санкции и др.).

«Единый паспорт» в банковском секторе

Виды деятельности. В рамках «единого паспорта» признаются следующие виды деятельности кредитных организаций¹:

— стандартные банковские операции (прием депозитов и иных средств на возвратной основе; выдача займов; платежные услуги и др.);

— инвестиционная деятельность на РЦБ и инвестиционные услуги (не требуется отдельной лицензии в соответствии с директивой MiFID²);

— прочие операции (финансовый лизинг, выдача гарантий, услуги в области подготовки и ведения кредитных историй, услуги сейфового хранения, выпуск и администрирование платежных средств (чеков), выпуск электронных денег и др.).

Механизм допуска кредитных организаций на основе «единого паспорта». Минимальные сроки начала деятельности кредитных организаций в других странах ЕС на основе «единого паспорта» — один месяц при прямом оказании услуг и пять месяцев при создании филиала (с момента уведомления регулятора страны происхождения) (табл. 2.9).

Таблица 2.9. Порядок допуска кредитных организаций, зарегистрированных в одной стране ЕС, в другие страны ЕС на основе «единого паспорта»

Порядок действий	Прямое оказание услуг	Создание филиала
Кредитная организация уведомляет регулятора страны происхождения об оказании услуг /создании филиала в другой стране ЕС	Да (с указанием перечня услуг)	Да
Кредитная организация предоставляет регулятору страны происхождения программу деятельности и иные документы	Нет	Да
Регулятор страны происхождения передает информацию регулятору принимающей страны.	Да	Да
Регулятор страны происхождения уведомляет кредитную организацию о передаче информации в принимающую страну или сообщает об отказе от ее передачи. (Максимальный срок действия с момента уведомления регулятора страны происхождения)	Нет (1 месяц)	Да (3 месяца)

¹ См. директивы CRD 4 и MiFID.

² При наличии в лицензии кредитной организации указания соответствующих видов инвестиционной деятельности и инвестиционных услуг. Если кредитная организация собирается осуществлять инвестиционную деятельность, то регулятор проверяет ее соответствие директиве MiFID 2.

Порядок действий	Прямое оказание услуг	Создание филиала
Для начала деятельности кредитная организация должна получить сообщение от регулятора принимающей страны или должен истечь установленный для этого срок (в случае отсутствия сообщения)	Нет	Да (2 месяца)

Источники: Article 35-39 CRD 4.

Порядок доступа кредитных организаций третьих стран на рынки стран ЕС не гармонизирован — открытие филиалов осуществляется по национальному законодательству страны ЕС, при этом требуется уведомление Еврокомиссии и ЕВА. «Единый паспорт» (для деятельности в любой стране ЕС) на банки третьих стран не распространяется.

«Единый паспорт» для кредитных организаций способствовал повышению уровня открытости и интеграции банков ЕС. Основные процессы интеграции в банковском секторе западноевропейских стран ЕС пришлось на период до 2000-х гг. После 2000 г. интеграция происходила в основном за счет стран Восточной Европы (например, росла доля активов филиалов банков ЕС в Эстонии, Латвии, Словакии и т.п.)¹.

Требования к финансовой устойчивости. Минимальный размер капитала (собственных средств) для кредитных организаций — 5 млн евро².

Директивами CRD 2-4 и CRR для банков были введены единые пруденциальные нормативы, соответствующие международным стандартам (Базель II—III) (в части достаточности капитала, буферов капитала, нормативов ликвидности и финансового рычага и др.) и дополненные требованиями к политике вознаграждения банков, буфера капитала для системного риска, повышения прозрачности банков и др.

Новое унифицированное регулирование способствовало росту уровня достаточности капитала в банках в сравнении с 2008 г. Средний уровень достаточности капитала 1-го уровня (Tier 1) к активам, взвешенным на риск, вырос с 10,7 до 13,4% в 2010—2014 гг. Во всех странах ЕС фактическое значение этого показателя выше регулятивных требований (6%)³.

Система страхования депозитов. Все кредитные организации ЕС, в том числе банки третьих стран, обязаны участвовать в схемах страхования депозитов (DGS). Для DGS действует «единый паспорт» — вкладчики филиалов банков, зарегистрированных в другой стране ЕС, получают возмещение от DGS принимающей страны, которая действует от имени DGS страны происхождения и по-

¹ См. раздел 1.2.1.2 Отчета по 1-му этапу. Расчет на основе данных: Banking Structure Report October 2014. ECB. P. 57—61; Banking Structure Report October 2008. P. 36—49.

² Национальные регуляторы могут установить меньший уровень (не менее 1 млн евро) при условии уведомления Еврокомиссии и ЕВА о причинах снижения (Article 12 CRD 4).

³ European Financial Stability and Integration Report 2015. Commission Staff Working Document. European Commission. Brussels, 27.04.2015. SWD (2015) 98 final. P. 18.

лучает от нее соответствующее финансирование для страховых выплат и возмещения понесенных расходов.

На уровне ЕС директивой о страховании депозитов 2014 г. установлены:

- единая сумма страхового возмещения (100 тыс. евро — минимальный и максимальный уровень)¹;
- перечень получателей возмещения — физические и юридические лица (кроме финансовых институтов и органов государственной власти);
- предельные сроки выплаты возмещения (семь дней);
- приоритет депозитов, не покрываемых гарантией (физических лиц, малого и среднего бизнеса), перед другими кредиторами в случае банкротства банка;
- порядок финансирования DGS (целевой уровень фонда — 0,8% от всех покрываемых депозитов к 2024 г.), порядок уплаты и методика расчета взносов банков, порядок заимствования средств в случае дефицита или установления дополнительных взносов для банков;
- требования к структуре активов DGS (денежные средства, депозиты, низкорисковые ликвидные активы); направления использования средств DGS, в том числе для реструктуризации банков.

«Единый паспорт» на рынке ценных бумаг

Виды участников. В рамках директивы MiFID 2² выделяются следующие участники: инвестиционные фирмы; торговые площадки — регулируемые рынки (regulated market), многосторонние и организованные торговые системы (MTF и OTF)³; поставщики информационных услуг⁴ (табл. 2.10). Также выделяется деятельность рыночного оператора и системного интернализатора⁵.

¹ Не может быть снижена странами ЕС. Повышение возможно только в установленных директивой случаях, например по депозитам для покупки недвижимости на срок не более 12 месяцев.

² Вводится в действие ЕС с 2017 г.

³ Рыночный оператор (market operator) — лицо или лица, управляющие или ведущие деятельность регулируемого рынка, в том числе непосредственно регулируемый рынок (пп. 18 ст. 4 MiFID 2).

Регулируемый рынок (regulated market) — многосторонняя система, эксплуатируемая и (или) управляемая рыночным оператором, которая соединяет вместе или способствует сведению вместе множества интересов третьих лиц, покупающих и продающих финансовые инструменты (в системе и на основе недискреционных правил, т.е. сведение интересов осуществляется автоматически) таким образом, что это приводит к заключению соглашения (в отношении финансовых инструментов, допущенных к торгам в соответствии с правилами и системами), а также имеет разрешение регулятора и функционирует в соответствии с разделом 3 MiFID2 (пп. 21 ст. 4 MiFID 2).

Многосторонняя торговая система (далее — MTF, Multilateral Trading Facility) — многосторонняя система, управляемая инвестиционной фирмой или рыночным оператором, соединяющая множество третьих лиц, покупающих и продающих финансовые инструменты — в системе и на основе недискреционных правил — таким образом, что они могут заключать контракты в соответствии с разд. 2 MiFID2 (пп. 22 ст. 4 MiFID 2).

Организованные торговые системы (далее — OTF, Organised Trading Facility) — многосторонняя система, не являющаяся регулируемым рынком или MTF, управляемая инвестиционной фирмой или рыночным оператором, в которой множество третьих лиц, покупающих и продающих облигации, структурированные финансовые продукты, разрешения на выбросы или деривативы, могут взаимодействовать и заключать соглашения в соответствии с разд. 2 MiFID2 (пп. 23 ст. 4 MiFID 2). Сделки в OTF совершаются дискреционно, т.е. оператор OTF может решать, когда и сколько заявок могут быть исполнены.

⁴ В данной книге не рассматриваются.

⁵ Системный интернализатор (systematic internaliser) — инвестиционная фирма, которая на организованной, регулярной и систематической основе осуществляет операции за свой счет путем выполнения

2.1. Интеграция

Таблица 2.10. Совмещение возможных форм торговых площадок с деятельностью инвестиционной фирмы и регулируемых рынков

Объекты регулирования / торговые площадки	Регулируемые рынки	Рыночный оператор	Системный интернализатор	MTF	OTF
Инвестиционная фирма	—	—	+	+ Управление MTF	+ Управление OTF
Регулируемые рынки		+	—	+	—
Рыночный оператор	+		—	+ Управление MTF	+ Управление OTF

Введение директивой MiFID новой формы торговой площадки в виде MTF (основное отличие от регулируемого рынка — более простые требования к листингу¹) способствовало перераспределению первичных размещений между регулируемыми рынками (более высокие требования) и MTF (требования ниже), т.е. для эмитентов появилась возможность выбирать организованный рынок с оптимальным уровнем регулятивной нагрузки (так, например, AIM², действовавший в рамках директивы ISD как регулируемый рынок, изменил свой статус на MTF в рамках MiFID). В результате наблюдалось незначительное снижение объема размещений на регулируемых рынках в 2004—2007 гг. (с 87 до 82%)³.

Виды деятельности (инвестиционные услуги). «Единый паспорт» признает следующие виды деятельности инвестиционных фирм⁴:

— основные услуги — брокерская и дилерская деятельность, управление портфелем, управление MTF или OTF, инвестиционное консультирование, андеррайтинг или размещение финансовых инструментов;

— вспомогательные услуги — кредитование и займы, кастодиальные услуги, валютно-обменные операции (для инвестиционных услуг), инвестиционный и финансовый анализ и др.⁵

Деятельность регулируемого рынка (рыночного оператора) осуществляется на основе отдельной лицензии.

Виды финансовых инструментов. Унифицирован перечень финансовых инструментов, в отношении которых осуществляются и взаимно признаются виды

поручений клиентов вне регулируемого рынка, MTF или OTF без управления многосторонней системой (т.е. без сведения интересов третьих лиц) (пп. 20 ст. 4 MiFID 2).

¹ К эмитентам, чьи бумаги размещаются на MTF, не предъявляются требования к проспекту и раскрытию информации (Prospectus Directive, Transparency Directive), а также ведению учета по МСФО.

² AIM (Alternative Investment Market) — сегмент Лондонской фондовой биржи, предназначенный для малых и быстрорастущих компаний.

³ Evaluation of the Economic Impacts of the Financial Services Action Plan. CRA International. CRA Project No. D12460. March 2009. P. 175—177.

⁴ См. директиву MiFID 2 и регламент MiFIR.

⁵ Лицензия не может быть выдана только для вспомогательных видов деятельности.

2. Очерки интеграции финансовых рынков: как это делается

деятельности и инвестиционные услуги на РЦБ: обращающиеся (transferable) ценные бумаги (долевые и недолевые); инструменты денежного рынка; паи институтов коллективного инвестирования; ПФИ; квоты на выбросы парниковых газов.

Механизм допуска участников и финансовых инструментов на основе «единого паспорта». «Единый паспорт» действует для зарегистрированных в одной из стран ЕС финансовых институтов (инвестиционных фирм, управляющих компаний UCITS и альтернативных инвестиционных фондов (далее — AIFM)), для финансовых инструментов (признание проспекта ценных бумаг для публичного размещения или допуска к торгам на регулируемом рынке; продажа паев UCITS, паев или акций альтернативных фондов) (табл. 2.11).

Таблица 2.11. **Порядок допуска финансовых институтов и инструментов, зарегистрированных в одной стране ЕС, на РЦБ других стран ЕС («единый паспорт»)**

Порядок действий	Признание проспекта ценных бумаг	Продажа паев UCITS / продажа паев или акций AIF	Инвестиционная фирма / управляющая компания UCITS и AIFM	
			Прямое оказание услуг	Создание филиала
Участник уведомляет регулятора страны происхождения о деятельности в другой стране ЕС	Да (эмитент)	Да (УК)	Да	Да
Участник предоставляет регулятору страны происхождения документы и информацию, установленные директивой	Нет*	Да (кроме AIF)	Да	Да
Регулятор страны происхождения передает информацию регулятору принимающей страны.	Да**	Да	Да	Да
Регулятор страны происхождения уведомляет участника о передаче информации в принимающую страну или сообщает об отказе от ее передачи. (Максимальный срок действия с момента уведомления регулятора страны происхождения)	Да (3 дня)	Да (10/20 дней)	Нет (1 месяц)	Да (3/2 месяца)
Для начала деятельности участник должен получить сообщение от регулятора принимающей страны или должен истечь установленный для этого срок (в случае отсутствия сообщения)	Нет	Нет	Нет	Да (2 месяца)*** Нет (AIFM)

Порядок действий	Признание проспекта ценных бумаг	Продажа паев UCITS / продажа паев или акций AIF	Инвестиционная фирма / управляющая компания UCITS и AIFM	
			Прямое оказание услуг	Создание филиала
Максимальный срок для начала деятельности в другой стране ЕС (с момента уведомления регулятора страны происхождения)	3 дня	10/20 дней	1 месяц	5/4 месяца AIFM — 2 месяца

* Если одновременно осуществляется одобрение проспекта ценных бумаг, то также предоставляется проект проспекта.

** Регулятор страны происхождения передает сертификат одобрения проспекта, уведомляет об одобрении проспекта ESMA.

*** С момента передачи информации регулятором страны происхождения в принимающую страну.

Источники: Articles 17—18 Prospectus Directive; Article 17—18, 93 UCITS IV; Article 32—33 AIFM; Article 34—35 MiFID 2.

В отличие от банковского сектора на РЦБ были гармонизированы требования к порядку допуска на рынок ЕС финансовых и инфраструктурных институтов (инвестиционных фирм, центральных контрагентов, торговых репозитариев, управляющих альтернативными инвестиционными фондами, рейтинговых агентств) и финансовых инструментов (признание проспекта ценных бумаг) третьих стран. После получения лицензии (признания проспекта) в одной стране ЕС в соответствии с требованиями директив финансовый институт или инструмент из третьей страны получает «единый паспорт», т.е. возможность действовать в других странах ЕС в установленном порядке.

Одним из результатов гармонизации на РЦБ стал рост количества проспектов ценных бумаг, имеющих «единый паспорт» (по ЕС — в 2—4 раза в 2008 г. в сравнении с 2005 г.¹), особенно в Германии, Люксембурге, Великобритании, Нидерландах, Бельгии и Ирландии².

Другой индикатор интеграции — рост числа «единых паспортов» для инвестиционных фирм. В среднем по ЕС доля фирм, пользующихся «единым паспортом», составляет около 30% общего числа инвестиционных фирм. Максимальные показатели — в странах с финансовыми и офшорными центрами (на Кипре, в Лихтенштейне, Люксембурге — свыше 60—70%; в Великобритании, Ирландии, Бельгии, Австрии — около 50—60%); в Эстонии и Словакии (60 и 50%); более низкий уровень — в Швеции, Финляндии, Норвегии, Чехии, Польше, Греции, Испании, Румынии — примерно 20—30%; менее 10% — во Франции, Хорватии, Италии, Португалии, Словении³.

¹ Год внедрения директивы Prospectus Directive в странах ЕС (см. табл. 2.5).

² Evaluation of the Economic Impacts of the Financial Services Action Plan. CRA International. CRA Project No. D12460. March 2009. P. 169—170.

³ Report on Investment Firms. Response to the Commission's Call for Advice of December 2014. EBA/Op/2015/20. EBA, ESMA. P. 96, 100.

Доступ к торговой и расчетно-клиринговой инфраструктуре в рамках ЕС. Для центральных контрагентов и торговых репозитариев «единый паспорт» действует на всей территории ЕС без дополнительных процедур взаимодействия с регуляторами страны происхождения или принимающей страны.

Инвестиционные фирмы и рыночные операторы, управляющие MTF/OTF, регулируемые рынки могут предоставлять доступ к своим торговым площадкам для удаленных пользователей и участников, расположенных на территории других стран ЕС, уведомив регулятора страны происхождения.

Инвестиционные фирмы, имеющие лицензию брокера-дилера, вправе становиться членами или получить доступ на регулируемый рынок напрямую (через открытие филиала) или удаленно (удаленное членство или доступ без присутствия в стране происхождения регулируемого рынка).

Регулируемые рынки обязаны предоставлять своим участникам право самостоятельно назначать расчетную систему для транзакций (при соблюдении установленных условий для таких расчетов). Страны ЕС также не должны препятствовать использованию инвестиционной фирмой или рыночным оператором, управляющими MTF, услуг ЦК, клиринговых и расчетных систем других стран ЕС (если это не препятствует нормальному функционированию рынка)¹.

Требования к выпуску ценных бумаг и допуску к листингу. При публичном предложении ценных бумаг или их допуске к торгам на регулируемом рынке ЕС необходимо утверждение проспекта ценных бумаг регулятором и его публикация. На уровне ЕС директивой Prospectus Directive установлены гармонизированные требования к проспекту, случаям освобождения от его публикации, форме и содержанию проспекта (информация об эмитенте ценных бумаг, условиях размещения и др.), порядку его утверждения регулятором (эмитент может выбрать страну регистрации²), раскрытию информации (годовая и полугодовая отчетность, требования к текущему раскрытию информации) (Transparency Directive).

В части допуска ценных бумаг к листингу на бирже гармонизированы следующие требования (Admission Directive): наличие опубликованного проспекта; доступность бумаг для обращения; соответствие эмитента установленным требованиям³; наличие опубликованного и одобренного регулятором информационного листа, содержащего данные об эмитенте ценных бумагах, правах инвестора (Listing Particular) и подлежащего взаимному признанию во всех странах ЕС⁴. Если листинг ценных бумаг осуществляется в любой стране ЕС в

¹ См. Article 35, 37-38 MiFID 2.

² В частности, при выпуске долговых бумаг (номиналом не менее 1 тыс. евро) эмитент вправе утвердить проспект в стране ЕС, где будет размещение или допуск к торгам на бирже, а не в стране регистрации.

³ Например, для допуска акций предъявляются следующие требования: прогнозируемая капитализация не менее 1 млн евро, наличие финансовой отчетности за три года, достаточный объем free-float (25% или менее в случае крупного размещения), листинг в отношении всех акций одного класса, рекомендуется наличие листинга в стране регистрации или стране, где находится большинство акций.

⁴ Регулятор может полностью или частично освободить эмитента от необходимости публикации информационного листа в отдельных случаях: 1) наличия у данных ценных бумаг листинга на другой бирже данной страны ЕС или листинга в другой стране ЕС (не менее трех лет; если менее трех лет — регулятор

2.1. Интеграция

течение трех месяцев после одобрения проспекта, то данный проспект будет признаваться регулятором в качестве информационного листа. Допуск ценных бумаг к листингу осуществляется по решению регулятора страны, в которой находится или действует биржа. При этом ценные бумаги могут быть допущены к листингу без согласия эмитента (в этом случае он не отвечает за раскрытие информации).

Требования к участникам рынка ценных бумаг

Требования к финансовой устойчивости инвестиционных фирм установлены директивой CRD 4. Минимальный капитал (собственные средства) инвестиционных фирм — 730 тыс. евро. Как и для банков, инвестиционные фирмы должны выполнять требования Базеля II—III, установленные директивой CRD 4 и регламентом CRR.

При этом выделяются категории фирм, к которым предъявляются более низкие требования к капиталу (в зависимости от вида деятельности, распоряжения средствами и бумагами клиентов, наличия сделок за свой счет и др.), упрощенные нормативы достаточности собственных средств¹.

Директива MiFID 2 определяет *минимальные требования к организации деятельности* участников РЦБ, соответствующие принципам IOSCO и рекомендациям Совета по финансовой стабильности.

Для инвестиционных фирм установлены требования: наличие ряда политик и организационных процедур, условий для предотвращения конфликтов интересов; механизмов внутреннего контроля, оценки рисков и безопасности систем обработки информации; мониторинг деятельности клиентов и участников в целях выявления нарушений; выполнение требований к алгоритмической и высокочастотной торговле².

Директива MiFID 2 устанавливает базовые требования к организованной торговле финансовыми инструментами: организационные требования (наличие условий для урегулирования конфликтов интересов, управления рисками, тех-

другой страны должен подтвердить выполнение требований эмитентом); 2) если данные ценные бумаги уже торгуются на вторичных сегментах регулируемых рынков в той же стране и информация о них доступна инвесторам; 3) в прочих случаях ценные бумаги выпускаются в рамках поглощения или слияния; составляют менее 10% рыночной или номинальной стоимости бумаг, уже допущенных к листингу и др. (см. Art. 23 Listing Admission Directive).

¹ Например, 125 тыс. евро — для фирм, не осуществляющих сделки за свой счет и андеррайтинг с фиксированными обязательствами выкупа, но распоряжающихся средствами или ценными бумагами клиента (действуют упрощенные пруденциальные нормативы); 50 тыс. евро — фирмы, исполняющие поручения клиентов и (или) управляющие активами (упрощенные пруденциальные нормативы); 50 тыс. евро — для фирм, осуществляющих только прием/передачу поручений и (или) инвестиционное консультирование (нет пруденциальных нормативов) и др. В 2015 г. ЕВА предложила изменение категоризации инвестиционных фирм для большего учета рисков и масштабов деятельности (например, выделения системно значимых фирм и фирм, схожих с банками) (см. Report on Investment Firms. Response to the Commission's Call for Advice of December 2014. EBA/Op/2015/20. EBA, ESMA).

² Наличие системы контроля рисков; передача регулятору описания стратегии торговли, параметров и лимитов, механизмов контроля; обязательность хранения документированной истории каждой котировки и сделки; запрет предоставления доступа без предторговой проверки поручений клиентов и др. (Article 17 MiFID 2).

ническими операциями систем; наличие прозрачных и недискреционных правил и процедур торгов и критериев исполнения поручений и др.), требования к процедурам торгов и системам (устойчивость торговых систем; порядок допуска финансовых инструментов к торгам и участников на регулируемые рынки; обмен информацией между операторами регулируемых рынков, МТФ; мониторинг и контроль соблюдения участниками правил торгов и др.). Инвестиционные фирмы и рыночные операторы, управляющие МТФ и ОТФ, помимо выполнения организационных требований и требований к процедурам торгов и системам, должны предоставить национальному регулятору и ESMA описание МТФ или ОТФ¹.

Ко всем участникам предъявляются требования по защите прав инвесторов: в части порядка разработки и продажи продуктов, в том числе схем вознаграждения сотрудников; раскрытия информации для инвесторов и сроках ее предоставления (о продуктах и услугах, комиссиях, конфликтах интересов и др.); наличия опыта и квалификации; получения информации о профиле риска инвестора; требований к договорам с клиентами; обязательства исполнения поручений клиентов на «лучших условиях»².

Требования к инвестиционным фондам UCITS. Фонды UCITS³ могут быть созданы как фонды контрактного типа (находятся в управлении управляющей компании), юнит-трасты (трастовое право) и инвестиционные компании (фонды — юридические лица).

Директива UCITS IV устанавливает следующие гармонизированные требования к управляющим компаниям (УК) и инвестиционным компаниям:

— минимальный размер собственного капитала (для УК фондов контрактного типа — 125 тыс. евро⁴; для инвестиционных компаний — 300 тыс. евро в случае самостоятельного управления средствами);

— соблюдение требований к квалификации и репутации руководящих сотрудников, организационные требования (политика управления риском, политика ведения бизнеса, процедуры для урегулирования конфликтов интересов; компенсационная политика и др.);

— наличие депозитария фонда⁵ (определены его функции и ответственность в случае потери активов);

— соблюдение требований к структуре инвестиционного портфеля (не менее 95% — обращаемые ценные бумаги; соблюдение лимитов на долю бумаг одного

¹ В том числе сведения о любых связях или участии регулируемого рынка, МТФ, ОТФ или системного интернализатора, принадлежащих той же инвестиционной фирме или рыночному оператору, а также перечня их членов и (или) участников (Article 18 MiFID 2).

² Наличие политики получения лучших условий с указанием перечня всех площадок; запрет для инвестиционной фирмы получать плату, скидки или иные выгоды за направление поручения на определенную площадку; требование ежеквартальной публикации топ-5 площадок по объемам исполненных поручений по каждому классу инструментов и др. (Article 24—30 MiFID 2).

³ Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) — предприятия коллективного инвестирования, осуществляющие на принципах диверсификации рисков вложения в обращающиеся ценные бумаги и иные ликвидные инструменты. См. директиву UCITS IV.

⁴ Но не менее $\frac{1}{4}$ постоянных расходов за год. При активах выше 250 млн евро — +0,02% размера превышения данного порога, но не более 10 млн евро всего.

⁵ Для депозитариев не действует «единый паспорт», должны быть зарегистрированы в стране происхождения фонда.

2.1. Интеграция

эмитента и др.); запрет на заимствования средств¹, предоставление ссуд и непокрытые продажи;

— запрет совмещения с иными видами деятельности, кроме предусмотренных услуг по управлению активами;

— раскрытие информации — «Ключевая информация для инвесторов» (о фонде, инвестиционной политике, истории доходностей, расходах инвестора, рисках и др.), публикация отчетности, ценовой информации по фонду и др.

Система компенсации убытков инвесторов. Директива ISCD 1997 г. обязала страны ЕС создать систему компенсации убытков инвесторов, участие в которой обязательно для инвестиционных фирм². Покрываются убытки инвесторов, возникшие в результате неспособности фирмы вернуть средства или ценные бумаги инвесторов из-за ее неплатежеспособности или банкротства, в случае мошенничества или потерь из-за ошибок, небрежности, нарушений в работе внутренних систем и контроля.

Компенсация (в пределах 20 тыс. евро³) покрывает совокупные требования инвесторов независимо от числа счетов, валюты, места нахождения средств в пределах ЕС (страны могут исключить отдельные категории инвесторов или установить им меньшие размеры выплат). Максимальный срок выплаты — три месяца с момента определения и подтверждения размера требований. Порядок финансирования систем страхования вкладов — по усмотрению стран ЕС (установлено только требование финансирования в основном за счет инвестиционных фирм).

В 2010 г. Еврокомиссия внесла проект изменений в директиву ISCD (в рамках перехода к «максимальной гармонизации»)⁴, но данное предложение было заблокировано и в 2014 г. отменено.

«Единый паспорт» в страховом секторе

Виды страхования. Виды страхования, подлежащие взаимному признанию в рамках «единого паспорта», включают:

— страхование жизни (девять классов)⁵;

¹ Национальные регуляторы могут разрешить заимствование в общей сумме не более 15% активов фонда.

² Для кредитных организаций, осуществляющих инвестиционные услуги, не обязательно, если схема страхования депозитов дает эквивалентную защиту. При этом регулятор вправе решить, какая директива будет применяться — ISCD или директива о DGS.

³ Директива устанавливает минимальные требования к максимальному размеру компенсации, который должен выполняться странами ЕС, при этом страны могут повысить размер компенсации.

⁴ Проект предусматривал повышение размера компенсации (минимальный и максимальный уровень — 50 тыс. евро); детализацию порядка финансирования систем компенсации, установление минимального уровня финансирования (0,5% от активов, покрываемых системой); распространение покрытия на все финансовые инструменты, определенные MiFID, а также в случае банкротства депозитация и кастодиана третьей стороны; механизмы кооперации между схемами для заимствования средств на определенный период. См.: Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 97/9/EC of the European Parliament and of the Council on Investor-compensation Schemes.

⁵ Страхование жизни (на дожитие, на случай смерти и др., аннуитеты, дополнительное страхование); страхование брака и рождения; управление групповыми пенсионными фондами и др. (Annex II Solvency II).

2. Очерки интеграции финансовых рынков: как это делается

— иные виды страхования (18 классов страхования — автострахование, страхование от несчастных случаев и болезней, морское и транспортное страхование, страхование авиаперевозок, от пожара и природного воздействия, страхование ответственности, страхование кредитов и прочих финансовых убытков, юридические расходы, ассистанс; в рамках класса выделяются виды страхуемых рисков).

Лицензия выдается на определенный класс страхования (отдельно на страхование жизни и иные виды страхования). Но при наличии лицензии на страхование жизни участник может получить лицензию на страхование от несчастных случаев и болезней¹, обеспечив раздельное управление данными видами деятельности и выполнение пруденциальных нормативов (за счет отдельных средств для каждого вида²).

Виды страховых организаций. Регулированию в директиве Solvency II подлежат страховые (перестраховые) организации, страховые группы (возможные организационно-правовые формы страховых организаций перечислены для каждой страны). Исключены из сферы гармонизированного регулирования малые страховые компании, соответствующие ряду условий, страхование в части системы обязательного социального обеспечения, операции перестрахования с участием государства и др.³

Механизм допуска страховых организаций на основе «единого паспорта». Процедура для страховых организаций⁴ в целом аналогична порядку допуска банков и участников РЦБ (табл. 2.12).

Таблица 2.12. **Порядок допуска страховых организаций, зарегистрированных в одной стране ЕС, в другие страны ЕС на основе «единого паспорта»**

Порядок действий	Прямое оказание услуг	Создание филиала
Страховая организация уведомляет регулятора страны происхождения об оказании услуг /создании филиала в другой стране ЕС	Да (указание перечня страхуемых рисков)	Да
Страховая организация предоставляет регулятору страны происхождения документы и информацию, установленные директивой	Нет	Да

¹ Лицензия на страхование жизни может быть получена только при наличии лицензии исключительно на страхование от несчастных случаев и болезни (Article 18, 73-73 Solvency II).

² Данные нормативы аналогичны нормативам, установленным для страховых групп (состоящих из организаций страхования жизни и организаций иных видов страхования).

³ Одно из них — валовый объем страховых премий менее 5 млн евро в год (могут подлежать регулированию по решению регулятора). См. Art. 3—12 Solvency II.

⁴ Страховые организации, собирающиеся осуществлять деятельность по страхованию ответственности владельцев транспортных средств в других странах ЕС, обязаны также стать участником национального бюро (профессиональной организации страховщиков) и национального фонда гарантирования страховых выплат принимающей страны.

Порядок действий	Прямое оказание услуг	Создание филиала
Регулятор страны происхождения передает информацию регулятору принимающей страны.	Да*	Да
Регулятор страны происхождения уведомляет страховую организацию о передаче информации в принимающую страну или сообщает об отказе от ее передачи. (Максимальный срок действия с момента уведомления регулятора страны происхождения)	Да (1 месяц)	Да (3 месяца)
Регулятор принимающей страны сообщает регулятору страны происхождения об условиях деятельности страховой организации в принимающей стране. Регулятор страны происхождения передает полученную информацию страховой организации или истекает установленный срок (в случае отсутствия сообщения), после чего страховая организация может начать деятельность в другой стране ЕС	Нет	Да (2 месяца)
Максимальный срок для начала деятельности в другой стране ЕС (с момента уведомления регулятора страны происхождения)	1 месяц	5 месяцев

* Регулятор страны происхождения также предоставляет сертификат, подтверждающий выполнение страховой организацией пруденциальных нормативов к капиталу и платежеспособности.

Источники: Article 145—148 Solvency II.

Несмотря на наличие «единого паспорта» и технических возможностей для электронного предоставления страховых услуг, в 2014 г. в ЕС только 1% страховых контрактов был заключен на трансграничной основе¹.

Требования к финансовой устойчивости. В рамках Solvency II страховые организации должны выполнять пруденциальные требования:

1) технические резервы в размере, полностью покрывающем будущие требования застрахованных лиц²;

2) требования к структуре и качеству собственных средств страховой организации; требования к правилам инвестирования активов (отсутствуют прямые ограничения, за исключением отдельных случаев³);

3) норматив минимального размера капитала (Minimum Capital Requirement, MCR) — минимальный уровень, ниже которого величина собственных средств не должна снижаться; невыполнение данного норматива приведет к отзыву ли-

¹ The European Single Insurance Market Cross-border insurance contracts: conclusion or exclusion? A Study by the European Consumer Centre Germany. November 2014.

² Оценка стоимости технических резервов осуществляется как сумма «лучшей оценки» (взвешенная по вероятности средняя величина будущих денежных потоков, приведенная к настоящему времени на основе безрисковой ставки) и маржи по риску.

³ Например, если риски по данным инвестициям не учитываются в рамках стандартной формулы SCR, а также по полисам страхования жизни, выплаты по которым привязаны к отдельным финансовым активам.

2. Очерки интеграции финансовых рынков: как это делается

цензии. Данный норматив составляет от 2,2 до 5,4 млн евро (в зависимости от вида страхования), но не менее 25% и не более 45% от величины норматива платежеспособности;

4) норматив платежеспособности (Solvency Capital Requirement, SCR) — уровень собственных средств, позволяющий страховой организации покрывать значительные убытки и своевременно выполнять обязательства перед застрахованными лицами¹. Норматив SCR учитывает все виды рисков (риски по страхованию жизни, иным видам страхования, страхованию здоровья, кредитный, рыночный, операционный), используемые методы снижения рисков². Норматив рассчитывается на основе VaR с доверительным интервалом 99,5% и временным горизонтом в один год.

2.1.3. АСЕАН

2.1.3.1. Особенности финансовых рынков АСЕАН, определяющие механизмы гармонизации

Основная особенность интеграции в АСЕАН (в отличие от ЕС) — возможность одновременного участия стран в инициативах. Результат — торможение процесса гармонизации, медленные темпы принятия решения, выделение группы стран-лидеров, которые в опережающем режиме разрабатывают и реализуют интеграционные процессы.

Для гармонизации законодательства и интеграции финансовых рынков АСЕАН характерны следующие черты.

1. Длительная история интеграционных процессов (с 1967 г.), но короткий период создания экономического сообщества и единого рынка (с 2003 г.), медленные темпы интеграции.

В декабре 2015 г. было объявлено о создании экономического союза АСЕАН, но уровень интеграции стран пока невысокий.

2. Существенные различия в уровне развития стран, финансовых рынков и инфраструктуры, финансовой грамотности населения, в стандартах регулирования, контроле за движением капитала, налогообложении и др. Гармонизация носит фрагментарный характер, интеграционные мероприятия осуществляются не всеми странами и в разные сроки.

По уровню экономического развития выделяют две группы стран:

— АСЕАН-5 — первые члены АСЕАН (Индонезия, Малайзия, Сингапур, Таиланд, Филиппины);

— вступившие позднее Newer ASEAN Member Countries³, или BCLMV (Бруней, Камбоджа, Лаос, Мьянма, Вьетнам)⁴.

¹ В исключительных случаях, установленных директивой Solvency II, регулятор может установить более высокие требования, чем SCR.

² Расчет норматива может осуществляться на основе стандартной формулы или на основе внутренних моделей страховых организаций.

³ См., например: *Wattanapruttipaisan T.* ASEAN-China FTA: Advantages, Challenges and Implications for the Newer ASEAN Member Countries // ASEAN Economic Bulletin, April 2003.

⁴ *The Road to ASEAN Financial Integration: A Combined Study on Assessing the Financial Landscape and Formulating Milestones for Monetary and Financial Integration in ASEAN.* Mandaluyong City, Philippines: Asian Development Bank, 2013. P. 1.

2.1. Интеграция

Только документы общего характера включают меры по гармонизации для всех стран АСЕАН. Конкретные инициативы по гармонизации финансовых рынков распространяются на отдельные страны, предусматривают возможность исключения некоторых обязательств, различные сроки их выполнения. Формализация данного принципа — ASEAN Minus X (ASEAN-X) Formula — возможность выполнения экономических обязательств в рамках АСЕАН не всеми, а только отдельными странами¹.

Пример реализации этого принципа — либерализация отрасли финансовых услуг: некоторые страны исключили крупные сегменты из процесса либерализации до конца 2015 г. (банки Сингапура, Индонезии, Малайзии, Таиланда, Филиппин, Брунея; страхование Таиланда и Мьянмы; рынок капитала для Камбоджи и Лаоса) (табл. 2.13).

3. Сохранение суверенитета отдельных государств — минимум наднациональных актов обязательного характера.

АСЕАН придерживается принципа невмешательства в суверенитет отдельных стран, воздерживается от создания наднациональных организаций и, насколько это возможно, не использует юридически обязывающие документы. Принимаются рекомендательные нормы (так называемая концепция мягкого права). Задействованы неформальные процессы, механизмы с минимальной потерей национального контроля².

4. Поиск баланса между региональной и глобальной интеграцией.

Для АСЕАН характерно проведение саммитов и принятие решений в формате «АСЕАН + N», где N — количество стран, не входящих в АСЕАН, но участвующих в принятии совместных решений.

Разработка внутреннего регулирования ориентирована на учет международных норм. Так, либерализация отрасли финансовых услуг осуществляется на основе требований ГАТС ВТО с учетом дополнительных обязательств в рамках АСЕАН. Большинство стран АСЕАН присоединились к ГАТС с момента их утверждения (кроме Камбоджи, Вьетнама и Лаоса, присоединившихся в 2004, 2007 и 2013 гг. соответственно) (табл. 2.14).

Таблица 2.14. Принятие обязательств в рамках ГАТС ВТО государствами АСЕАН

Страна	Дата вступления в АСЕАН	Дата присоединения к ГАТС	Участие в АСЕАН без принятия обязательств по ГАТС
Камбоджа	30 апреля 1999 г.	13 октября 2004 г.	1999—2004 гг.
Вьетнам	28 июля 1995 г.	11 января 2007 г.	1995—2007 гг.
Лаос	23 июля 1997 г.	2 февраля 2013 г.	1997—2013 гг.

Источники: Официальный сайт ВТО (www.wto.org); ASEAN Economic Community. Handbook for Business 2012. Jakarta: ASEAN Secretariat, November 2012. P. vi.

¹ Article 21.2, ASEAN Charter. В области гармонизации услуг определено в ASEAN Economic Community Blueprint. 2007. A.2. 21.Action ix., 22.

² *Deinla I.* Rule of Law Key to Building an ASEAN Community by 2015. East Asia Forum. 8 March 2013.

2. Очерки интеграции финансовых рынков: как это делается

Таблица 2.13. Подотрасли финансовых услуг, которые должны быть либерализованы в АСЕАН к концу 2015 г.

Отрасль	Подотрасль	Сингапур	Индонезия	Малайзия	Таиланд	Филиппины	Бруней	Камбоджа	Лаос	Мьянма	Вьетнам
Страхование	Прямое страхование жизни										
	Прямое страхование, отличное от страхования жизни										
	Перестрахование										
	Посредничество										
Банки	Дополнительные услуги										
	Прием депозитов иных средств от населения										
	Кредитование										
	Финансовый лизинг										
	Платежи и денежные переводы										
	Гарантии и поручительства										
Рынок капитала	Брокерские и дилерские операции										
	Участие в выпуске ценных бумаг					С ограничениями					
	Управление активами										
Прочее	Расчеты и клиринг										
	Передача финансовой информации										
	Консалтинг, посредничество и др.										

Источник: ASEAN Economic Community Blueprint. 2007. Annex 1. Financial Services Sub-sectors Identified for Liberalisation by 2015. Примечание. Серым выделены сектора, подлежащие либерализации.

2.1. Интеграция

Несмотря на различия в уровне развития, страны АСЕАН ориентированы на углубление интеграции в целях создания более мощного экономического блока. Официальная цель — «ускорение региональной интеграции»¹. На практике некоторые страны АСЕАН колеблются в выборе между финансовой интеграцией в АСЕАН или с третьими странами².

5. *Либерализация услуг «снизу вверх»* («positive list», «bottom-up approach») — либерализация только указанного списка услуг (указанных направлений либерализации), а не «сверху вниз» («negative listing», «top-down») — либерализация всех услуг за исключением особо оговоренных.

2.1.3.2. Последовательность гармонизации, координирующие институты

Последовательность гармонизации

Гармонизация финансовых рынков в АСЕАН находится на начальной стадии, можно выделить четыре основных этапа (табл. 2.15).

Таблица 2.15. Хронология финансовой интеграции АСЕАН¹

Период	Этап	Ключевые мероприятия
1995—2003 гг.	Подготовительный период — рамочные соглашения, устанавливающие основные направления интеграции, в том числе в области финансовых услуг	Финансовый сектор выделен как один из приоритетных для интеграции ² , определен формат встреч министров финансов ³ , начало реализации обязательств по либерализации финансовых услуг ⁴
2003—2009 гг.	Начальный этап — детализация направлений интеграции в первых соглашениях	Детализация направлений, сроков интеграции в финансах ⁵ . Первые совместные инициативы ⁶ и документы по интеграции финансовых рынков ⁷
2009 — 2015 гг.	Реализация первого плана АСЕАН по созданию экономического союза и отдельных интеграционных инициатив	Реализация точечных интеграционных проектов между странами — лидерами интеграционных процессов (Сингапур, Таиланд, Малайзия) в рамках большого числа отраслевых инициатив: создание единого биржевого пространства (только торговая система, единый глобальный депозитарий, но нет единого клиринга и расчетно-платежной инфраструктуры); статус квалифицированных инвестиционных схем АСЕАН; упрощение порядка трансграничного размещения акций и облигаций
с 2016 г.	Актуализация плана АСЕАН по формированию интегрированных рынков, в том числе финансовых к 2025 г.	Планы по созданию статуса банка АСЕАН, стандартизации расчетно-платежной инфраструктуры и др. по всем секторам финансового рынка ⁸

¹ См. раздел 1.1.3 Отчета по 1-му этапу.

¹ См., например: Press Statement by the Chairman of the 7th ASEAN Summit and the 5th ASEAN + 3 Summit November 5, 2001, Bandar Seri Begawan. Paragraph 11.

² План содействия развитию интегрированного рынка капитала для достижения целей Проекта создания экономического сообщества АСЕАН. 2009 г. С. 5. Раздел «Препятствия и вызовы интеграции».

2. Очерки интеграции финансовых рынков: как это делается

² Декларация Саммита АСЕАН. Бангкок. Декабрь 1995 г.

³ Соглашение министров о сотрудничестве в финансовой сфере (Ministerial Understanding on ASEAN Cooperation in Finance), март 1997 г.

⁴ Первый протокол по финансовым услугам — обязательства, принятые по результатам 2-го раунда переговоров по либерализации услуг в целом, — декабрь 1998 г.

Второй протокол по финансовым услугам — апрель 2002 г.

⁵ Проект создания экономического сообщества АСЕАН (ASEAN Economic Community Blueprint), утвержден Декларацией в Сингапуре. Ноябрь 2007 г., позднее включен в состав Дорожной карты сообщества АСЕАН на 2009—2015 гг. (Roadmap for an ASEAN Community 2009—2015) в марте 2009 г.

План содействия развитию интегрированного рынка капитала для достижения целей Проекта создания экономического сообщества АСЕАН (Implementation Plan to Promote the Development of an Integrated Capital Market to Achieve the Objectives of the AEC Blueprint), подготовлен Форумом АСЕАН по финансовым рынкам, апрель 2009 г.

⁶ Инициатива по рынку облигаций (ASEAN Asian Bond Market Initiative, ABMI) (2003 г.); Инициатива по созданию связей между биржами (The Exchange Linkage Task Force) 2004 г.

⁷ Взаимное признание квалификационных требований к профессиональным участникам между Таиландом и Сингапуром 2007 г.; Стандарты раскрытия информации в отношении трансграничных предложений акций и облигаций 2009 г.

⁸ ASEAN Economic Community Blueprint 2025. — ноябрь 2015 г.

Система институтов, координирующих интеграцию

В отличие от ЕС АСЕАН характеризуется более слабой институциональной структурой, затрудняющей централизованное принятие решений. Решения основаны на компромиссе, уважении суверенитета стран, на необязательном участии каждой из стран в проектах взаимного признания и инициативах по гармонизации, так называемый азиатский путь (Asian Way)¹.

Несмотря на обилие межгосударственных рабочих групп и комитетов по финансовым услугам и либерализации счета капитала (рис. 2.1), подотчетным центральным банкам и министерствам финансов, их роль незначительна, сводится только к программированию и координации².

Для детальной проработки отдельных вопросов могут создаваться прочие рабочие группы/ комитеты, в частности:

— кросс-комитеты (состоящие из представителей нескольких комитетов): например, комитет, включающий Форум АСЕАН по рынкам капитала (ACMF), Рабочий комитет по развитию рынка капитала (WC-CMD), Рабочий комитет по либерализации счета капитала (WC-CAL), Рабочий комитет по платежной и расчетной системам (WC-PSS), разработал План развития инфраструктуры рынка капитала АСЕАН (ASEAN Capital Market Infrastructure Blueprint);

— тройки, состоящие из руководителей центральных банков АСЕАН (Бруней, Мьянма, Малайзия/ Индонезия, Камбоджа, Бруней)³;

— ASEAN+3 Bond Market Forum (ABMF) (с 2010 г.) — площадка для обсуждения между регуляторами РЦБ в целях заключения соглашений о взаимном признании, стандартизации рыночных практик и гармонизации законодатель-

¹ Verdier P. Op. cit. P. 105.

² Lee C. L., Takagi S. Deepening Association of Southeast Asian Nations' Financial Markets. ADBI Working Paper. No. 414. Tokyo : Asia Development Bank Institute. March 2013. P. 32.

³ 8th Asean Central Bank Governors' Meeting. Phnom Penh, Cambodia, 29th March 2012.

2.1. Интеграция

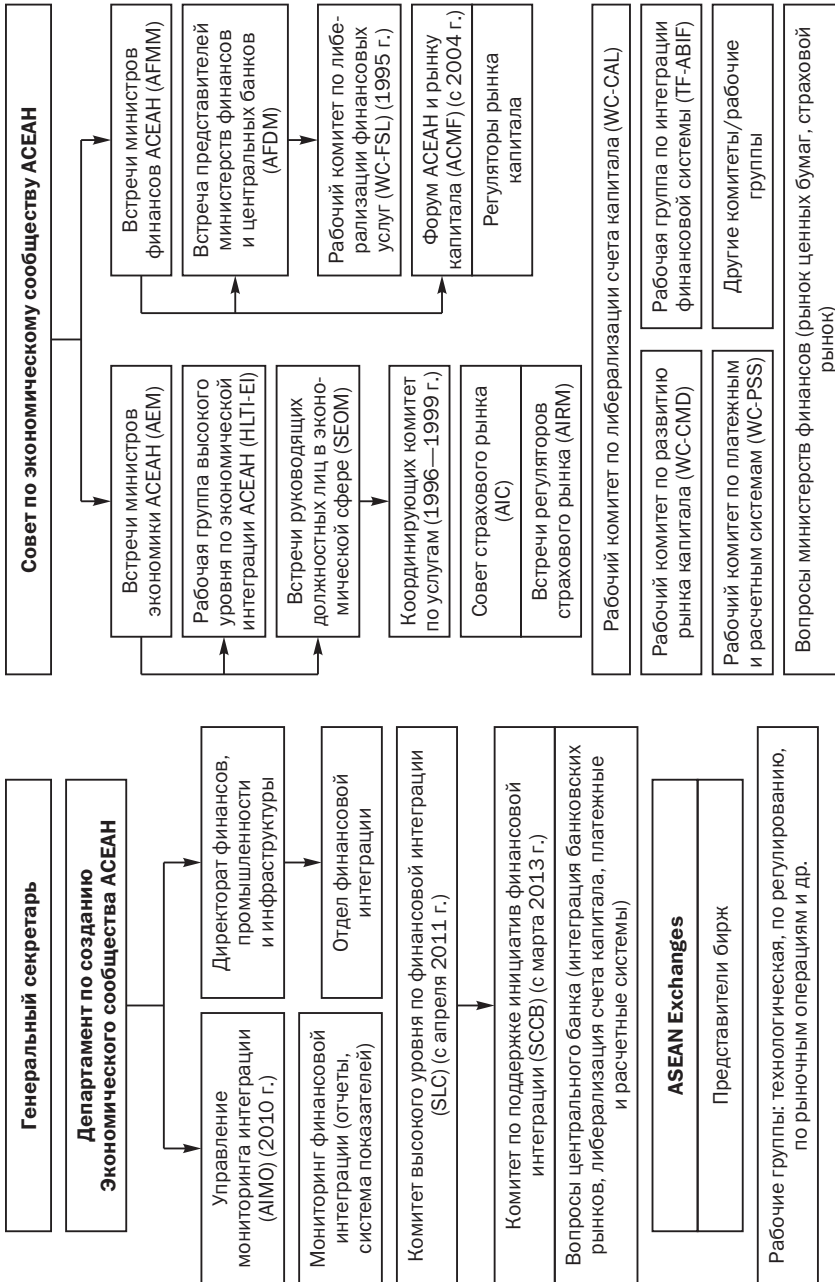


Рис. 2.1. Основные институты, координирующие интеграционные процессы на финансовом рынке АСЕАН

2. Очерки интеграции финансовых рынков: как это делается

ства в отношении трансграничного предложения облигаций. Включала два подфорума (Sub-Forums): 1) по сбору информации от регуляторов и участников рынка; 2) расширение возможностей автоматической обработки операций с помощью гармонизации процедур обработки операций и форматов сообщений¹.

Как показывает практика, основные мероприятия осуществляют не регуляторы, а профессиональные участники (большинство реализованных проектов — в рамках сотрудничества фондовых бирж). Высока роль иных международных организаций. Так, Азиатский банк развития (ADB) — один из лидеров в разработке механизмов финансовой интеграции в области трансграничного предложения ценных бумаг (акций и облигаций) и коллективных инвестиционных схем.

2.1.3.3. Правовые инструменты гармонизации

Система документов включает наднациональные акты (рамочные соглашения, декларации и др.) и документы наднациональных структур АСЕАН (соглашения, дорожные карты, рабочие планы и т.д.), соглашения между странами АСЕАН (табл. 2.16).

Таблица 2.16. Обзор типов документов, регулирующих процессы гармонизации финансовых рынков в странах АСЕАН

Документы концептуального характера	Детализация обязательств	Ключевые документы реализации	Окончательная реализация договоренностей
1) Рамочные соглашения (Framework Agreements) (главы государств стран АСЕАН) (об услугах, об инвестиционной зоне, банковской интеграции); 2) декларации Саммитов АСЕАН (в том числе рекомендации в их составе); 3) стратегические направления развития — ASIAN Vision 2020; 4) соглашения министров в финансовой сфере о сотрудничестве	(все страны АСЕАН) 1) Дорожные карты (монетарной и финансовой интеграции; создания сообществ АСЕАН); 2) рабочие планы (наднациональных структур/рабочих групп в рамках АСЕАН по финансовым вопросам); 3) пакеты обязательств по финансовым услугам по результатам каждого из раунда переговоров по финансовым услугам; 4) комплексное инвестиционное соглашение со списками исключений для каждой из стран	(ограниченный перечень стран) 1) соглашения о взаимопонимании (Memorandum of Understanding); 2) соглашения о взаимном признании; 3) единые стандарты (раскрытия информации, квалификации инвестиционных схем); 4) единый паспорт (банки, проект)	Национальные нормативные правовые акты (изменения в них)

¹ Kurihara T. Achievements of Asian Bond Markets Initiative (ABMI) in the Last Decade and Future Challenges for OECD-ADB 12th Roundtable on Capital Market Reform in Asia February 7, 2012 in Tokyo. Ministry of Finance, Japan. P. 12.

2.1. Интеграция

Ключевые документы в области либерализации финансовых услуг — пакеты обязательств по финансовым услугам, в области интеграционных процессов на финансовом рынке — соглашения о взаимопонимании между биржами и единые стандарты (см. пп. 2.1.3.4).

Изначально планировалось, что основным правовым инструментом гармонизации станут соглашения о взаимном признании (Mutual Recognition Arrangements), заключаемые в соответствии с Рамочным соглашением АСЕАН о соглашениях о взаимном признании 1998 г.

Планировалась разработка Руководства по взаимному признанию АСЕАН, которое определит базовые принципы, последовательность инициатив по взаимному признанию, порядок оценки готовности страны к заключению соглашений¹. Предполагалось заключение соглашений о взаимном признании сначала в двустороннем порядке, а затем в многостороннем по мере готовности стран. Выделены сферы применения соглашений о взаимном признании²: условия первичных размещений; требования к профессиональным участникам, участвующим в первичных размещениях, иным финансовым посредникам, к коллективным инвестиционным схемам; условия предоставления продуктов и услуг рыночными посредниками профессиональным инвесторам. Но в области интеграции финансовых рынков не заключено ни одного соглашения о взаимном признании (только в отношении бухгалтерского учета³).

Для АСЕАН характерна значительная роль неформальных договоренностей. В отсутствие юридически обязывающего механизма внедрения принятых на наднациональном уровне решений используются стандарты, соглашения о взаимопонимании и другие механизмы.

Все реализованные на начало 2016 г. механизмы (механизмы трансграничных предложений / размещений) предполагают обязательность соблюдения национального законодательства страны размещения. Признание продукта (ценной бумаги, доли в инвестиционном фонде) квалифицированным не освобождает от выполнения нормативных национальных требований.

2.1.3.4. Механизмы реализации проектов гармонизации

Интеграция финансовых рынков проводится в рамках отдельных инициатив, выделенных по ключевым сегментам финансового рынка, с наиболее детализированными в части РЦБ (табл. 2.17). На начальном этапе акцент на инициативах, затрагивающих профессиональных инвесторов, затем — розничные инвесторы при расширении механизмов защиты инвесторов⁴.

¹ План содействия развитию интегрированного рынка капитала для достижения целей Проекта создания экономического сообщества АСЕАН. 2009. С. 8.

² Там же. С. 8.

³ ASEAN Mutual Recognition Arrangement Framework on Accountancy Services.

⁴ Implementation Plan Endorsed at the 13th ASEAN Finance Ministers Meeting. April 2009. P. 9.

2. Очерки интеграции финансовых рынков: как это делается

Таблица 2.17. Основные инициативы по интеграции финансового сектора АСЕАН

ASEAN Financial Integration Framework (AFIF) (апрель 2011 г.) — основные направления деятельности регуляторов по интеграции и либерализации рынков		
Банки	Страхование	РЦБ
Инициатива по банковскому рынку (ASEAN Banking Integration Framework, ABIF) (декабрь 2014 г.) ¹	Инициатива по страховому рынку (ASEAN Insurance Integration Framework, AIIF) (2015 г.), в том числе Инициатива по финансированию и страхованию катастрофических рисков (Disaster Risk Financing and Insurance Initiative, DRFI)	— проект создания условий для коллективных инвестиционных схем АСЕАН (ASEAN CIS Framework) (октябрь 2013 г.); — концепция ускоренной процедуры допуска к проведению вторичного листинга (Expedited Review Framework for Secondary Listings) (2012 г.); — инициатива по рынку облигаций ² (ASEAN Asian Bond Market Initiative, ABMI) (2003 г.); — инициатива по биржевым рынкам (ASEAN Exchanges) (2011 г.) ³ ; — инициатива по совершенствованию корпоративного управления (ASEAN Corporate Governance Initiative) (2011 г.)

¹ Подписана руководителями центральных банков. ABIF стала возможна по результатам подписания Протокола выполнения обязательств по 6-му пакету обязательств по финансовым услугам в марте 2015 г.

² Инициатива распространяется как на страны АСЕАН, так и на Китай, Корею и Японию (АСЕАН + 3).

³ Ранее — инициатива по созданию связей между биржами (The Exchange Linkage Task Force) 2004 г.

Рынок ценных бумаг

На РЦБ принято большее число интеграционных инициатив, чем в страховом и банковском секторах. Интеграция осуществляется по точечным направлениям, основные из которых — трансграничное предложение продуктов коллективных инвестиций и трансграничное размещение ценных бумаг. В основе — соглашения о взаимопонимании, заключенные между биржами. Практические результаты реализации минимальны, интеграционные мероприятия сосредоточены в группе стран лидеров (Сингапур, Таиланд, Малайзия), что указывает на начальную стадию гармонизации (табл. 2.18).

Коллективные инвестиции

Наиболее популярная форма трансграничных предложений коллективных инвестиций в АСЕАН — UCITS (через офшорные юрисдикции: Люксембург, Ирландия): до 60% предлагаемых к продаже фондов в Сингапуре, Гонконге, Тайване (на начало 2016 г.)¹. Проекты в рамках АСЕАН направлены на вытеснение европейских UCITS и создание их азиатских аналогов. Это одно из наиболее продвинутых направлений интеграции на настоящий момент.

В отношении трансграничного предложения коллективных инвестиций реализуются два проекта: в рамках АСЕАН (Сингапур, Таиланд, Малайзия) и в рам-

¹ Shen E. Cross-Border Funds Sale in Asia. Asia Asset Management. Hong Kong, 19 February 2016.

2.1. Интеграция

Таблица 2.1.8. Механизмы реализации проектов по гармонизации законодательства

Инициатива	Механизмы			Участвующие страны	Практическая реализация инициативы
	Соглашение о взаимопонимании	Единые стандарты	Иные механизмы		
Трансграничное предложение коллективных инвестиционных схем АСЕАН	Об ускорении процедур трансграничных предложений инвесторов коллективного инвестирования. Октябрь 2013 г.	Стандарты квалификации коллективных инвестиционных схем. Август 2014 г.	Руководство для операторов коллективных инвестиционных схем АСЕАН. Август 2014 г.	Сингапур, Таиланд, Малайзия	Внесены изменения в национальное законодательство. Статус квалифицированных инвестиционных схем (более 15 фондов) ¹
Трансграничное предложение акций и простых долговых ценных бумаг/ ускорение процедур первичного и вторичного листинга	О Паспорте азиатских региональных фондов. Сентябрь 2015 г. ²	x	План создания единого паспорта	Две страны АСЕАН (Таиланд, Филиппины), Австралия, Япония, Корея, Новая Зеландия	x
	Об ускоренной процедуре допуска к проведению вторичного листинга. Март 2012 г. Об ускоренной процедуре рассмотрения проспекта. Март 2015 г.	Стандарты раскрытия информации в отношении транснационального предложения акций и простых долговых ценных по схеме «АСЕАН и плюс». Июнь 2009 г. (действовали до 2013 г.) Схема стандартов раскрытия информации АСЕАН. 2013.	Руководство для эмитентов по транснациональному предложению. Сентябрь 2015 г.	Сингапур, Таиланд, Малайзия	x
	x	Стандартизированные формы по выпуску (обращению) облигаций, в том числе Единая форма заявления на допуск к выпуску (обращению) облигаций для профессиональных (институциональных) инвесторов. 2015	x	Четыре страны АСЕАН (Сингапур, Таиланд, Малайзия, Филиппины) + Япония, Гонконг. Планы — Корея, Индонезия, Вьетнам	Один выпуск облигаций японского банка в Таиланде

2. Очерки интеграции финансовых рынков: как это делается

Окончание табл. 2.18

Инициатива	Механизмы			Участвующие страны	Практическая реализация инициативы
	Соглашение о взаимопонимании	Единые стандарты	Иные механизмы		
Взаимное признание квалификационных требований к профессиональным участникам рынка	О взаимном признании квалификационных требований к профессиональным участникам рынка. 2007 г.	x	x	Сингапур, Таиланд	Признание внедрено в национальное законодательство.
Создание интегрированного фондового рынка (ASEAN Exchanges)	О создании электронного торгового хаба. 2009 г.	x	Торговый хаб для единого доступа к фондовым биржам. Сайт, агрегирующий информации по биржам АСЕАН (сентябрь 2012 г.) Депозитарный хаб — клиринг и расчеты осуществляет Deutsche Bank (апрель 2014 г.)	Сингапур, Таиланд, Малайзия, Вьетнам (две биржи), Филиппины, Индонезия	К торговому хабу 2012 г. присоединились три страны (Сингапур, Таиланд, Малайзия)

¹ По состоянию на конец января 2016 г. (Shen E. Cross-Border Funds Sale in Asia. Asia Asset Management. Hong Kong, 19 February 2016).

² Договоренности в интеграционном объединении АТЭС (Азиатско-Тихоокеанское экономическое сотрудничество), а не АСЕАН, но участники инициативы включают страны АСЕАН.

2.1. Интеграция

ках АТЭС (в том числе Таиланд и Филиппины, изначально намеревался Сингапур, но из-за налоговых вопросов не вошел).

Проект АСЕАН направлен не только на ускорение процесса допуска инвестиционных фондов на национальный рынок одной из стран АСЕАН, но и на предоставление права нерезидентам предложения коллективных инвестиций розничным инвесторам. Ранее в Таиланде и Малайзии привлечение средств в фонды нерезидентами было невозможно: существовал запрет на предложение продуктов коллективных инвестиций зарубежными управляющими компаниями¹.

Стандарты квалификации коллективных инвестиционных схем АСЕАН содержат требования к оператору схемы (CIS Operator), управляющему (Trustee/Fund Supervisor) (опыт, финансовая устойчивость, квалификация персонала и др.), к оценке активов, иным операционным вопросам.

При трансграничном предложении требуется признание схемы, ее оператора и управляющего соответствующими: 1) национальному законодательству; 2) стандартам АСЕАН; 3) законодательству страны размещения. Введение стандартов не отменяет требований к соответствию дополнительным требованиям законодательства страны предложения продуктов. Включены меры протекционизма: обязательное предварительное или одновременное предложение продуктов инвестиционной схемы в стране происхождения при допуске к предложению в зарубежных юрисдикциях².

Несмотря на эти ограничения, трансграничные размещения оказались востребованы в АСЕАН. На основе принятых стандартов к январю 2016 г. одобрено более 15 квалифицированных инвестиционных схем, доля европейских UCITS снизилась³.

Проект паспорта АТЭС (Asia Regional Funds Passport, ARFP) находится в стадии разработки (с 2010 г.), закреплен соглашением о взаимопонимании (октябрь 2015 г.). Инициатор проекта — Австралия. Следующий этап — подписание соглашения о сотрудничестве между министрами финансов стран-участниц, введение конкретных норм в национальные законодательства. Для создания фондов с паспортом АТЭС достаточно, чтобы это сделали две страны. В планах — согласование требований к фондам и введение норм в национальное законодательство стран до конца 2017 г.⁴

Трансграничный выпуск и обращение акций и облигаций

Упрощение трансграничных размещений проводится по нескольким направлениям одновременно (табл. 2.19). Их основа — «заменяющий подход соответствия» (Substituted Compliance Approach). Он предполагает взаимодействие ре-

¹ Wei-Shen W. 11 Asean Funds Approved. The Star Online. 15 September 2015.

² Memorandum of Understanding on Streamlined Authorisation Framework for Cross-Border Public Offers of ASEAN Collective Investment Schemes. October 2013; Code on Collective Investment Schemes. Monetary Authority of Singapore. 23 May 2002. As of 01.01.2016. Chapter 10.

³ Shen E. Cross-Border Funds Sale in Asia. Asia Asset Management. Hong Kong. 19 February 2016.

⁴ Arrangements for an Asia Region Funds Passport: Feedback Statement and Consultation on Draft Rules. APEC Finance Ministers' Initiative. March 2015; Several Asia-Pacific Countries Agree on Cross-Border Investment Rules // Nikkei Asian View. 3 December 2015.

2. Очерки интеграции финансовых рынков: как это делается

гуляторов по поводу признания выпуска ценных бумаг в одной стране регулятором другой страны в ускоренном режиме (частичная или полная замена процедур одного из регуляторов по результатам процедур, осуществленных другим регулятором).

Таблица 2.19. Мероприятия по упрощению трансграничного размещения ценных бумаг

Направления	Содержание	Год начала
Сокращение сроков допуска к проведению вторичного листинга	Сокращение сроков прохождения процедур листинга при наличии первичного листинга в домашней юрисдикции (до 35 рабочих дней, тогда как стандартный период рассмотрения заявок составлял 16 недель ¹). Дополнительное требование к эмитенту — наличие директора или представителя в стране, где ценные бумаги проходят процедуру вторичного листинга	2012 г.
Стандартизация требований к раскрытию информации	С 2013 г. введены два перечня стандартов к информации, содержащейся в проспектах (составлены на основе стандартов ИОСКО ²): по размещению акций ³ и по размещению облигаций ⁴ . Хотя и указывается, что список требований является исчерпывающим для стран, внедривших стандарты (Таиланд, Малайзия, Сингапур), но в случае наличия дополнительных национальных требований последние также должны исполняться ⁵ . Действовавшие до 2013 г. стандарты (ASEAN and Plus Standards Scheme, июнь 2009 г.) предусматривали подготовку двух видов проспектов: в отношении стандартов ACEAN и в отношении дополнительных к стандартам ACEAN национальных требований («Plus Standards»)	2009 г., 2013 г.
Сокращение сроков рассмотрения регуляторами проспекта	Распространяется на одновременное размещение акций и простых долговых ценных бумаг в нескольких странах (в отношении долговых ценных бумаг — только при наличии листинга акций, с условием обязательного предложения в стране происхождения эмитента, наличие кредитного рейтинга международного агентства). Ожидаемый срок — 3—4 месяца. Предполагается координация действий регуляторов нескольких стран, в том числе в форме выпуска консолидированных заявлений в отношении эмитента и консультантов. Раскрытие информации должно осуществляться в соответствии с стандартами ACEAN (см. выше). Эмитент должен соответствовать требованиям всех юрисдикций, а ценные бумаги — требованиям всех регуляторов и бирж (включая требования листинга)	2015 г.

Направления	Содержание	Год начала
Стандартизация документов по выпуску облигаций	<p>Разработана единая форма заявления на допуск к выпуску (обращению) облигаций для профессиональных (институциональных) инвесторов — Single Submission Form (SSF). Использование формы не освобождает эмитента от дополнительных требований законодательства страны размещения.</p> <p>Цель — упрощение процедур публичных размещений ценных бумаг для институциональных инвесторов, получения листинга (для частных размещений среди институциональных инвесторов требования и так минимальные)</p>	2015 г.

¹ ASEAN Corporations to Enjoy Expedited Review of Secondary Listings. ACMF Press Release. Kuala Lumpur, 16 March 2012. URL: <http://www.theacmf.org>.

² ICSA Working Group on Mutual Recognition: Research Note on Promoting Mutual Recognition. International Council of Securities Associations (ICSA). 5 September 2013. P. 3.

³ На основе IOSCO's International Disclosure Standards for Cross-Border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers, 1998.

⁴ На основе IOSCO's International Disclosure Standards for Cross-Border Offerings and Listings of Debt Securities by Foreign Issuers, 2007.

⁵ ASEAN Capital Market Forum (www.theacmf.org). Раздел «ACMF Initiatives/ ASEAN Disclosure Standards».

Несмотря на то что инициатива была начата еще в марте 2012 г. (соглашение о намерениях об ускоренной процедуре допуска к вторичному листингу между биржами трех стран АСЕАН), прогресс замедлен. До 2015 г. не произошло роста трансграничных публичных размещений между участвующими странами (Малайзия, Таиланд, Сингапур). Единственный выпуск до 2016 г. в рамках AMBIF (стандартизация документов по выпуску облигаций), — размещение облигаций Mizuho Bank Ltd. в Таиланде (по таиландскому законодательству)¹.

Признание квалификационных требований к профессиональным участникам РЦБ

Действует только между двумя юрисдикциями (Сингапур и Таиланд) на основании соглашения о взаимопонимании между регуляторами от августа 2007 г. Квалификационные экзамены, сданные в одной из стран, признаются в другой стране соглашения.

Биржевые торговые системы

В рамках инициативы по фондовому рынку (ASEAN Exchanges) (семь стран АСЕАН) развивается торговая инфраструктура.

На первом этапе был создан торговый шлюз (ASEAN Trading Link) — электронная торговая инфраструктура по передаче заявок на куплю-продажу ценных

¹ *Buckland K., Nozawa S.* Developing Asian Bond Market Set to Top Japan as Funds Go Global. Bloomberg. December 2015.

бумаг, объединяющая фондовые биржи Сингапура, Малайзии и Таиланда (сентябрь 2012 г.). Связь между биржами — через оптоволоконную сеть (Intra-ASEAN Network, IAN), построенную национальными компаниями, но находящуюся в собственности членов АСЕАН под управлением коммерческой организации — SunGard¹.

Через шлюзы ACE (ASEAN Common Exchange Gateway) на бирже брокеры, действующие в юрисдикции одной страны, могут направлять / получать заявки брокеров, имеющих лицензии в юрисдикции других стран, для осуществления сделок на одной из участвующих бирж. Через Neutral Access Point обеспечивается доступ иностранных профессиональных инвесторов, не входящих в АСЕАН².

Создание торговой инфраструктуры не принесло ожидаемых результатов, даже несмотря на стимулирующие льготы (Таиланд освобождает от налога на прирост капитала входящие инвестиции, осуществленные через торговый шлюз³). Одна из причин — инициатива направлена на розничных инвесторов, тогда как институциональные инвесторы до этого уже имели доступ к зарубежным рынкам⁴.

Еще одна проблема — в разнородных системах клиринга, расчетов и учета в отдельных странах и отсутствии связей между ними. Первый шаг в ее решении — назначение Deutsche Bank платежным агентом и глобальным кастодианом (апрель 2014 г.) (так называемый депозитарный хаб). Новые стратегические документы АСЕАН также декларируют намерения стандартизации расчетно-платежных систем⁵.

Использование единого торгового шлюза осложняется и различиями в налогах, в валютном контроле, в политике в отношении иностранных инвесторов. Так, присоединение Вьетнама к торговой сети будет возможно только в случае смягчения валютного контроля⁶.

В рамках инициативы по фондовому рынку предусмотрены иные мероприятия, направленные на развитие бренда: продукты рынка АСЕАН (индексы FTSE ASEAN Index Series, ETF); сайт, агрегирующий информацию по биржам АСЕАН (аналогичный проект по рынку облигаций АСЕАН +3⁷); выделение «голубых фишек» стран АСЕАН⁸; роадшоу (Invest ASEAN).

¹ The Asean Trading Link Explained // Asia Etrader Magazine. Issue 3. Volume 1. Q3 2012. P. 6 // URL: <http://asiaetrading.com>.

² *Kinkyō T., Matsubayashi Y., Hamori S.* Financial Globalization and Regionalism in East Asia. Routledge. New York, 2014. P. 108.

³ *Lee A.* Will Exchange Alliances Work? // International Financial Law Review. September 2013. P. 31.

⁴ Ibid.

⁵ ASEAN Economic Community Blueprint 2025. A4. 18. II.

⁶ *Lee A.* Will Exchange Alliances Work? // International Financial Law Review. September 2013. P. 31–32.

⁷ Создание сайта, агрегирующего информацию по рынку облигаций АСЕАН + 3 (<http://asianbondsonline.adb.org>) (с 2004 г. совместно с Азиатским банком развития — ADB). Финансирование сайта — средства Японии. На сайте размещается периодическое издание — Asia Bond Monitor.

⁸ ASEAN Stars — крупнейшие 180 компаний из семи бирж (по 30 «голубых фишек» каждой из шести стран), принимающих участие в проекте, по показателям рыночной капитализации и ликвидности.

2.1. Интеграция

Прочие направления интеграции

В сфере корпоративного направления — проведение оценок уровня корпоративного управления в соответствии с оценочной таблицей (ASEAN Corporate Governance Scorecard). По поддержке выпуска облигаций — совместная программа кредитных гарантий (The Credit Guarantee and Investment Facility, CGIF) (ноябрь 2010 г.) для корпоративных облигаций, номинированных в национальной валюте. Гарантийный фонд сформирован за счет средств отдельных стран и взноса Азиатского банка развития.

Банковский рынок

Банковский рынок — наиболее интегрированный сектор, несмотря на отсутствие реализованных проектов по интеграции. Наиболее активно экспансию на зарубежные банковские рынки в рамках АСЕАН осуществляют банки Малайзии и Сингапура: подразделения малазийского CIMB Bank в сентябре 2014 г. были в девяти из 10 стран АСЕАН¹, сингапурского United Overseas Bank в Малайзии и Таиланде². Максимальная доля участия иностранных банков с территориями других государств АСЕАН в Индонезии — 15%, в Малайзии — 9%, в остальных странах доля ниже³.

Для банковского рынка АСЕАН характерно большое число запретов в отношении доступа иностранных участников на внутренний рынок, в том числе дискриминационных (в пользу крупных международных банков и в ущерб банкам из других стран АСЕАН). Например, требование к иностранному инвестору входить в топ-200 по активам в мире — ограничительный барьер (ни один банк АСЕАН не удовлетворяет этому требованию)⁴. Еще одна дискриминационная мера — экспертная оценка удобства и потребности в оказываемых услугах (Convenience and Needs Test), что потенциально означает наличие более продвинутых банковских технологий, отсутствующих у стран АСЕАН⁵.

Реализуется проект создания единого паспорта банка (пока только на уровне концепции) — статус банка, который может вести деятельность на территории всех стран АСЕАН (Qualified ASEAN Bank (QAB)).

Создание банка с таким статусом включает две стадии: многосторонняя стадия (разработка руководств) и двусторонняя стадия (переговоры по допуску квалифицированных банков между каждыми двумя странами). Для разных стран предусмотрена разная скорость осуществления: наиболее быстрые темпы для пятерки крупнейших экономик (Индонезия, Малайзия, Филиппины, Сингапур, Таиланд), более медленные — для других стран. 31 декабря 2014 г. регуляторы Индонезии и Малайзии подписали двустороннее соглашение, включающее

¹ *Sipahutar T.* OJK Looks to Lenders for Input on ASEAN Banking Integration // The Jakarta Post, Jakarta. Business. September 13 2014.

² *Ng T. H.* Banking Integration in ASEAN Gathers Pace. ADB. East Asia Forum. 29 August 2014.

³ Ibid.

⁴ *Lee C. L., Takagi S.* Deepening Association of Southeast Asian Nations' Financial Markets. ADBI Working Paper. No. 414. Tokyo: Asia Development Bank Institute. March 2013. P. 21.

⁵ Ibid.

меры по имплементации ABIF, определение, требования к допуску на рынок и операционные возможности QAB¹.

Страховой рынок

Страховые рынки — наименее интегрированные в АСЕАН. Причина — высокий уровень протекционизма, запрет доступа иностранных участников. Максимальный прогресс — достижение соглашения о последующей либерализации морского, авиационного и транзитного страхования (должно быть одобрено в соответствии с седьмым соглашением по финансовым услугам в 2016 г.). Затем должны быть либерализованы страхование рисков катастроф и перестрахование². Несмотря на длительный период деятельности наднациональных структур в области страхового рынка до 2016 г. основные инициативы осуществлялись в области гармонизации статистических форм, обмена мнениями о соблюдении ключевых международных стандартов, рассмотрения вопросов введения обязательного страхования автогражданской ответственности³.

2.1.4. Интегрированный финансовый рынок Латинской Америки (MILA)⁴

Интегрированный биржевой рынок стран Латинской Америки: Чили, Колумбии и Перу (далее MILA)⁵ стартовал с подписания межбиржевого Соглашения о намерениях в 2009 г.⁶ В 2014 г. в соглашение по интеграции вошла Мексика (фондовая биржа Мексики (Bolsa Mexicana de Valores)).

MILA — первый пример межнациональной интеграции бирж вне объединенной стран⁷. Интеграция рынков достигается через гармонизацию законодатель-

¹ Remolona E., Shim I. The Rise of Regional Banking in Asia and the Pacific // BIS Quarterly Review. September 2015. Box 2.

² ASEAN Financial Integration: Where Are We, Where Next? — Keynote Address by Mr Ravi Menon, Managing Director, Monetary Authority of Singapore, at ASEAN Banking Council Meeting on 12 June 2015.

³ Официальный сайт АСЕАН. Раздел «Встречи министров финансов АСЕАН».

⁴ См. раздел 1.1.4.3 Отчета по 1-му этапу.

⁵ Основы интеграции были положены 26 июля 2007 г., когда BVC (Колумбия) предложила BVL (Перу) модель интеграции рынков акций бирж в целях формирования единого рынка («Андский рынок»). 13 марта 2008 г. между BVL и BVC было подписано соглашение о намерениях и конфиденциальности, к которому впоследствии присоединились расчетные депозитарии бирж. Срок соглашения заканчивался в декабре 2008 г., мероприятия по созданию интегрированного рынка были приостановлены по инициативе BVL (Перу). В 2009 г. они были возобновлены, и 19 марта 2009 г. BVL и BVC предложили присоединиться к проекту интеграции BCS (Чили). BVL согласилась на продолжение проекта при условии сохранения независимых технологических платформ (при одновременной смене такой платформы на бирже).

⁶ Между биржами и их расчетными депозитариями (торговая биржа Сантьяго (la Bolsa de Comercio de Santiago (BCS)), фондовая биржа Колумбии (la Bolsa de Valores de Colombia (BVC)) и фондовая биржа Лимы (la Bolsa de Valores de Lima (BVL)); Центральный депозитарий по ценным бумагам Чили (el Depósito Central de Valores (DCV)), Центральный депозитарий ценных бумаг Колумбии (el Depósito Centralizado de Valores de Colombia (Deceval)) и Расчетный депозитарий BVL Cavali (Перу) соответственно).

⁷ Несмотря на отсутствие принадлежности MILA к какой-либо региональной интеграционной группировке, фактически его развитие является одной из задач Тихоокеанского альянса (La Alianza del Pacífico) — регионального интеграционного объединения, сформированного 28 апреля 2011 г. Чили, Колумбией, Мексикой и Перу в том числе в целях формирования единого финансового рынка данных стран. В частности, в конце 2011 г. регуляторами РЦБ альянса была подписана декларация, обязывающая их принимать меры по облегчению интеграции деятельности своих бирж.

2.1. Интеграция

ства, технологий, инструментов. Каждый рынок сохраняет независимость в том, как работает, и в порядке регулирования со стороны национальных ведомств¹. Запуск MILA потребовал подписания соглашения и реального взаимодействия между финансовыми регуляторами стран.

MILA был запущен 30 мая 2011 г. и быстро развивался:

— к октябрю 2014 г. MILA лидировал по числу листинговых компаний в Латинской Америке (торгуются акции 554 компаний (39% чилийских, 15% колумбийских, 44% перуанских)²;

— к августу 2014 г. вышел на второе место по капитализации в регионе — 613,4 млрд долл. (42% (Чили), 37% (Колумбия), 21% (Перу)); занял третье место по объему торгов в регионе (в январе—августе 2014 г. — 40,3 млрд долл. (в августе доля торговли акциями чилийских компаний — 52%, колумбийских — 42%, перуанских — 6%), при умеренной концентрации торгов: на первую пятерку наиболее ликвидных акций (Ecopetrol, Banco de Chile, Bancolombia, Falabella и Latam Airlines Group) пришлось 24% оборота торгов)³;

— из числа профессиональных участников торгов на биржах доля участников, оперирующих на MILA, составляет 44% (34 из 78) (39% для Чили, 52% для Колумбии, 42% для Перу)⁴.

На май 2015 г. в MILA заключено 51 двустороннее соглашение (16 — между Колумбией и Чили, 14 — между Перу и Чили, 17 — между Перу и Колумбией, 2 — между Чили и Мексикой, 2 — между Мексикой и Перу)⁵.

Развитие MILA осуществляется в две фазы (табл. 2.20).

Таблица 2.20. Сравнительная характеристика фаз интеграции в MILA

	Фаза I (до 31 мая 2011 г.)	Фаза II (текущая)
Суть фазы интеграции	Автоматизированное перенаправление ордеров, взаимное признание ценных бумаг, торгующихся на биржах	Прямой доступ финансовых посредников и стандартизация правил (трансграничные сделки)
Заключение сделок	Заключение сделок путем перенаправления ордеров между биржами (enrutamiento intermediado). Лимиты местных бирж на операции с иностранными посредниками. Заключение сделки на местном рынке по правилам, действующим на данном рынке. Только спот-сделки с акциями	Прямой доступ финансовых посредников бирж-участниц на иные биржи — участницы MILA с заключением сделок на этих биржах. Единые правила заключения сделок. Возможность заключения любых сделок с акциями

¹ Управление по ценным бумагам и страховым продуктам Чили (Superintendencia de Valores y Seguros), Финансовое управление Колумбии (Superintendencia Financiera de Colombia), Управление по рынкам ценных бумаг Перу (Superintendencia del Mercado de Valores del Perú), Национальная комиссия по банкам и ценным бумагам Мексики (la Comisión Nacional Bancaria y de Valores).

² [http://www.mercadomila.com/componentes/imagenes/emisores_chilenos\(3\).pdf](http://www.mercadomila.com/componentes/imagenes/emisores_chilenos(3).pdf).

³ Cifras Mercados MILA Agosto 2014. MILA News, Septiembre 2014. № 35.

⁴ [http://www.mercadomila.com/componentes/imagenes/casas_de_bolsa_chilenas\(5\).pdf](http://www.mercadomila.com/componentes/imagenes/casas_de_bolsa_chilenas(5).pdf).

⁵ Cifras Mercados MILA Mayo 2015. MILA News, Junio 2015, № 44 (с сайта <http://www.mercadomila.com>). Подробнее характеристика данных соглашений представлена в табл. 13 Отчета по 1-му этапу.

	Фаза I (до 31 мая 2011 г.)	Фаза II (текущая)
Исполнение сделок	Исполнение сделки местным финансовым посредником. Каналы взаимодействия между расчетными депозитариями. Открытие финансовыми посредниками омнибус-счетов ¹	Трансграничное исполнение сделки. Единые правила в случае невыполнения обязательств по расчетам по ценным бумагам. Открытие финансовыми посредниками омнибус-счетов
Посредники	Заключение между финансовыми посредниками соглашений об оказании услуг. Прямой доступ к книге ордеров. Несение ответственности по сделке местным посредником	Взаимное признание финансовых посредников. Несение ответственности по сделке иностранным посредником
Ценные бумаги и эмитенты	Взаимное признание акций и эмитентов при совершении сделок на вторичном рынке	Взаимное признание эмитентов (введение «паспорта ценных бумаг» (pasaporte de valores)); национальный режим для иностранных эмитентов
Институциональные инвесторы	Ограничения на иностранные инвестиции	Снятие всех ограничений на иностранные инвестиции: национальный режим регулирования таких сделок
Регулирование рынка	Подписание между финансовыми регуляторами меморандумов о взаимопонимании (области сотрудничества: обмен информацией, надзор за рынком)	Подписание между финансовыми регуляторами меморандумов о взаимопонимании (области сотрудничества: надзор за рынком и за финансовыми посредниками)

¹ Счетов, открываемых одним посредником у другого.

Источники: Marcela Seraylán Ormachea. Mercado integrado latinoamericano — MILA. San José de Costa Rica, Mayo de 2012; Presentación Modelo Operativo: Mercado Integrado, Integración del Mercado de Renta Variable: Chile, Colombia y Perú. Agosto 2010. 47 diapositivas.

Оговорки по распространению правил MILA:

1) только на торговлю акциями (в фазе II интеграции — иные финансовые инструменты, в первую очередь, — облигации¹);

2) только на вторичный рынок (акции, допущенные к торгам на биржах-участницах). Взаимное признание не распространяется на IPO, SPO и др.²;

3) только спот-торговля³;

4) свободная торговля акциями листинговых компаний бирж-участниц через перенаправление ордеров финансовыми посредниками между биржами⁴. Местные и иностранные посредники не раскрывают информацию о клиентах. В от-

¹ En enero se lanzará la primera oferta de acciones a través del MILA. Gestión, 19 de diciembre del 2013. <http://gestion.pe/economia/enero-se-lanzara-primera-oferta-acciones-traves-mila-2084032>.

² При переходе к фазе II интеграции финансовыми регуляторами Перу и Чили подписаны резолюции, разрешающие местным инвесторам участвовать в IPO, проводимых на всех биржах — участницах MILA (одновременное предложение акций на нескольких площадках).

³ При реализации фазы II интеграции планируется снятие данного ограничения.

⁴ На биржу страны, являющейся базовой для конкретной акции.

2.1. Интеграция

ответственности иностранного посредника — проверка клиентов в целях предотвращения отмыывания денег;

5) заключение и исполнение сделок по правилам местного рынка через местного посредника (на основании договора о предоставлении услуг с иностранным брокером) в местной валюте. У инвесторов отсутствует необходимость открытия счета у финансового посредника внутри страны¹;

6) исполнение сделок через омнибус-счета (см. выше); учет прав на ценные бумаги местным депозитарием; к исполнению сделок, в том числе в случае нарушения обязательств, применяются правила местного рынка;

7) установление местными биржами лимитов на операции с иностранными финансовыми посредниками²;

8) регулирование финансовых посредников в стране их происхождения.

Схема биржевой торговли в МІЛА (на примере заявки, подаваемой клиентом-резидентом Перу) приведена на рисунке (рис. 2.2).

Поддержку развитию рынка оказывают:

— одновременный доступ к информации (включая существенные данные об эмитентах), в том числе через системы раскрытия информации, специально разработанные биржами-участницами;

— каналы взаимодействия между биржами и расчетными депозитариями в МІЛА с независимыми технологическими платформами, приспособленными для интегрированного рынка, и протоколом Fix-Gateway для коммуникаций³.

Проблемы интеграции в МІЛА и действия по их устранению см. ниже (табл. 2.21).

Быстрота создания МІЛА связана с механизмом интеграции биржевых рынков, не предполагающим слияния. Только через гармонизацию законодательства по рынкам капиталов и депозитарной деятельности при сохранении каждым рынком независимости (без создания наднационального регулятивного органа и наднационального законодательства)⁴.

Опыт МІЛА интересен с точки зрения *развития интегрированного биржевого рынка стран ЕАЭС*⁵ (см. пп. 2.1.6, п. 3.5), не требующего длительного подготовительного периода.

¹ Presentación Modelo Operativo: Mercado Integrado, Integración del Mercado de Renta Variable: Chile, Colombia y Perú. Agosto 2010. Diapositiva 27.

² Максимальный размер заявки, максимальные лимиты на объем операций с одним иностранным финансовым посредником, на объем операций с иностранной биржей, лимиты по конкретным финансовым инструментам и др.

³ Анализ технических решений в процессе взаимного признания выпусков ценных бумаг и иных финансовых инструментов — см. Отчет «Взаимное признание выпусков ценных бумаг и других финансовых инструментов в странах ЕАЭС» по 1-му этапу НИР (Договор № Н-09/154 от 3 ноября 2015 г.), раздел 1.3.1.4.

⁴ Финансовые регуляторы стран МІЛА подписали соглашения и взаимодействуют между собой.

⁵ По аналогии с Интегрированным биржевым валютным рынком Евразийского экономического пространства (ИВР).

2. Очерки интеграции финансовых рынков: как это делается

Регулирование и надзор за MILA осуществляют местные финансовые регуляторы (по сделкам, совершенным на их рынке)		Финансовые посредники (SAB) ответственны за операции по обмену валютой, осуществляемые с их банками для исполнения сделок на MILA
<p><i>в случае заявки на покупку/продажу акций перуанских компаний</i></p> <ol style="list-style-type: none"> 3. Поступление заявки на местную платформу для осуществления сделки (ELEX) 4. Совершение сделки на местной бирже (BVL) 5. Направление информации о сделке в расчетный депозитарий (CAVALI) со стороны BVL и SAB (последний направляет информацию о клиентах по сделке) 6. Исполнение сделки CAVALI 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Подача заявки клиентом через участника торгов фондовой бирже Лимы (BVL) 2. Введение заявки участником торгов (SAB (sociedad agente de bolsa)) на BVL <p><i>в случае заявки на покупку/продажу акций колумбийских компаний</i></p> <ol style="list-style-type: none"> 3. Поступление заявки на платформу Колумбии для осуществления сделки (X Stream) 4. Совершение сделки на фондовой бирже Колумбии (BVC) 5. Одновременно — уведомление о сделке BVL; регистрация сделки (по иностранному счету депо) местным расчетным депозитарием (Deceval) 7. Информирование BVL о совершенной сделке CAVALI 8. Исполнение сделки CAVALI и информирование DECEVAL через зеркальный счет (cuenta espejo) 	<p><i>в случае заявки на покупку / продажу акций чилийских компаний</i></p> <ol style="list-style-type: none"> 3. Поступление заявки на платформу Чили для осуществления сделки (Telepregón) 4. Совершение сделки на торговой бирже Сантьяго (BVS) 5. Одновременное уведомление о сделке BVL; регистрация сделки (по иностранному счету депо) местным расчетным депозитарием (DCV) 7. Информирование BVL о совершенной сделке CAVALI 8. Исполнение сделки CAVALI и информирование DCV через зеркальный счет (cuenta espejo)
<p>Расчеты по сделке осуществляются на рынке совершения сделки по правилам данного рынка: SAB осуществляет расчеты по сделке со своим клиентом и раскрывает ему информацию по данной сделке</p>		

Рис. 2.2. Механизм торговли в MILA

Источники: Cómo negociar en MILA. Lima, BVL. http://www.bvl.com.pe/mila/infografia_mila.pdf.

2.1. Интеграция

Т а б л и ц а 2.21. **Исходные условия интеграции в MILA**

Исходные условия	Меры гармонизации
<p>Сопровождение сделок. Различия:</p> <ul style="list-style-type: none"> — в регулировании корпоративных событий, собственности и моделях учета прав на ценные бумаги; — в сроках исполнения сделок, в расписании проведения торгов и расчетов по сделкам; — в условиях доступа к местным системам расчетов; — в голосованиях по доверенности 	<p>Определение модели учета прав на ценные бумаги, применимая во всех странах — участницах MILA.</p> <p>Детализация законодательных норм в отношении ведения глобальных счетов депозитариев (cuentas ómnibus).</p> <p>Проработка возможности ведения учета прав на ценные бумаги, обращающиеся на MILA, глобальным депозитарием¹</p>
<p>Налогообложение². Различия:</p> <ul style="list-style-type: none"> — в налоговых законодательствах стран и режимах налогообложения резидентов и нерезидентов³; отсутствие стимулирующего режима налогообложения 	<p>Координация действий на уровне правительств стран в целях минимизации налоговых препятствий развития MILA.</p> <p>Принятие странами мер по облегчению администрирования взимания налогов (например, в Перу — назначение CAVALI налоговым агентом по взиманию налога⁴)</p>
<p>Сложности с согласованным осуществлением:</p> <ul style="list-style-type: none"> — администрирования соглашений об избежании двойного налогообложения; — удержания налога у источника; — администрирования налогооблагаемых доходов и льгот; — администрирования залога, блокировка счетов; — сегрегации активов и действия в случае несостоятельности участников рынка; — ограничений на сделки институциональных инвесторов; — движения финансовых потоков, обмена валют 	<p>Деятельность по координации правил в области вложений институциональных инвесторов финансовыми регуляторами и об изменении законодательных норм.</p> <p>Проработка механизмов, облегчающих движение финансовых потоков и обмен валют в целях полного снятия ограничений</p>

¹ Seminario: Mercado Integrado Latinoamericano Oportunidades y Desafíos. Diapositiva 26. <http://www.bolsadesantiago.com/Biblioteca%20BCS/Presentaci%C3%B3n%20Seminario%20MILA%20Oportunidade%20y%20Desaf%C3%ADos.pdf>.

² Функционирование MILA не предполагает унификации налоговых режимов стран при одновременной необходимости обеспечения юридической защиты, полной прозрачности и нейтральности налогообложения для инвесторов. Вопросы налогообложения определяются двусторонними соглашениями между странами. Например, согласно соглашению между Колумбией и Перу действует принцип налогообложения доходов, полученных от операций на рынке MILA, по месту получения дохода (вне зависимости от резидентства инвестора), а по соглашению между Колумбией и Чили — наоборот (по месту регистрации инвестора). Также между странами заключены соглашения об избежании двойного налогообложения (Колумбия и Чили; Перу и Чили).

³ В 2011 г. KPMG проведен сравнительный анализ ставок по различным видам доходов от операций с ценными бумагами, осуществляемых в рамках MILA в Перу, Чили и Колумбии, из которого видны сильные различия в данной области по странам (см. отчет KPMG: Efectos Fiscales MILA. KPMG, Mayo de 2011. URL: <http://www.mercadomila.com/files/marcolegal/peru/13cartilla-fiscal-mila.pdf>); Rodríguez Al. V. Importancia de las reglas fiscales de cara al Mercado Integrado Latinoamericano — MILA. V Curso de Derecho Tributario Internacional — Tributación Internacional del Mercado de Capitales, 26 y 27 de Abril 2012. Diapositiva 27.

⁴ Seminario: Mercado Integrado Latinoamericano Oportunidades y Desafíos. Diapositiva 25. URL: <http://www.bolsadesantiago.com/Biblioteca%20BCS/Presentaci%C3%B3n%20Seminario%20MILA%20Oportunidades%20y%20Desaf%C3%ADos.pdf>.

2. Очерки интеграции финансовых рынков: как это делается

Источники: *Córdoba J. P., Martínez J. A.* Mercado Integrado. Integración del mercado de renta variable Chile — Colombia — Perú. November 2010; *Jaramillo J. H.* Integración regional de mercados: MILA Desafíos y oportunidades. Presentación en OICU-IOSCO EMC Annual Meeting 2012. IOSCO, 21/11/2012. 22 diapositivas; Seminario: Mercado Integrado Latinoamericano Oportunidades y Desafíos. URL: <http://www.bolsadesantiago.com/Biblioteca%20BCS/ Presentaci%C3%B3n%20Seminario%20MILA%20por%20oportunidades%20y%20Desaf%C3%ADos.pdf>.

2.1.5. Прямые соглашения

Гармонизация финансовых рынков может осуществляться на основе двустороннего взаимодействия, вне рамок международных интеграционных объединений (табл. 2.22).

Таблица 2.22. Примеры гармонизации финансового законодательства вне интеграционных объединений

№	Участники	Предмет гармонизации	Подходы (модели) гармонизации	Правовые механизмы	Стадия гармонизации
1	Австралия и Новая Зеландия	Предложения ценных бумаг и коллективных инвестиционных схем (2008 г.), финансовые консультанты (2012 г.)	Взаимное признание при ряде оговорок (требование дополнительного соответствия части требований принимающей страны)	— Транстасманское соглашение о взаимном признании (межправительственное); — соглашения о взаимопонимании по поводу обмена информацией и протоколы о взаимодействии между органами регулирования финансового рынка	Действует
2	США и ЕС	Широкий перечень вопросов (центральные контрагенты, инвестиционные фонды и др.)	Взаимное признание	Соглашение (планируется) в рамках Диалога о регулировании финансовых рынков (форума регуляторов)	Обсуждение
3	США и Канада	Предложения ценных бумаг	Освобождение от регулирования в одной из стран	Соглашение о межюрисдикционной системе раскрытия информации между регуляторами финансового рынка США и Канады	Действует
4	Австралия и Гонконг Тайвань и Гонконг Малайзия и Гонконг Китай и Гонконг	Предложения коллективных инвестиционных схем	Взаимное признание	Соглашение о взаимном признании /взаимопонимании между регуляторами финансового рынка	Действует

№	Участники	Предмет гармонизации	Подходы (модели) гармонизации	Правовые механизмы	Стадия гармонизации
5	США и Австралия	Брокерско-дилерские компании и биржи	Освобождение от регулирования в одной из стран	— Соглашения о взаимном признании между регуляторами финансового рынка; — соглашения о взаимопонимании в отношении консультаций, взаимодействия и обмена информацией	Отменено

1. Австралия и Новая Зеландия

Взаимное признание инструментов и участников финансового рынка осуществляется на базе Транстазманского соглашения о взаимном признании¹. Область действия широка — взаимное признание товаров, услуг, квалификаций специалистов во многих областях. Предусматривается освобождение лица от дополнительных проверок для осуществления деятельности в принимающей стране при наличии разрешения на аналогичную деятельность в стране происхождения. Позднее принцип взаимного признания квалификаций (разрешений, лицензий) был распространен на финансовый рынок (инвестиционные фонды, профессиональные участники финансового рынка, размещение и обращение ценных бумаг). Правовая схема включает соглашения по поводу обмена данными между национальными регуляторами.

Для *предложения ценных бумаг, коллективных инвестиций и ПФИ* с июля 2008 г. введен особый режим «признаваемого размещения» (Recognized Offer) — допуск к обращению и размещению ценных бумаг в другой стране в соответствии с требованиями страны происхождения. Предусматривается раскрытие информации (подготовка эмиссионных документов) в соответствии с законодательством стран происхождения. Но порядок действий для эмитентов двух стран не одинаков. Для австралийского эмитента стандартный перечень эмиссионных документов предоставляется в регулятор Австралии, а в регулятор Новой Зеландии — письменное заявление о намерении предложения с приложением эмиссионных документов. Для эмитента из Новой Зеландии — документы предоставляются также в регулятор Австралии, но составленные в соответствии с требованиями законодательства страны происхождения. Дополнительно предоставляется письменное заявление в национальный регулятор и ряд документов в регулятор Австралии².

¹ Trans-Tasman Mutual Recognition Arrangement. 9 July 1996. In Effect since 1 May 1998. В Австралии имплементирован в национальное законодательство принятием Закона о взаимном признании (Trans-Tasman Mutual Recognition Act 1997 No. 190).

² Offering Financial Products in New Zealand and Australia under Mutual Recognition. Regulatory Guide 190. Financial Markets Authority, New Zealand. Australian Securities and Investment Commission. December 2014.

2. Очерки интеграции финансовых рынков: как это делается

Для *финансовых консультантов*¹ взаимное признание действует с июля 2012 г. Они получили право оказывать услуги в обеих странах:

— для финансовых консультантов — юридических лиц: без необходимости получения дополнительной лицензии / разрешения (Registration/ Authorization) и открытия постоянного представительства в принимающей стране²;

— для индивидуальных (нелицензируемых) финансовых консультантов: при условии соблюдения требований к квалификации только в стране происхождения (требования к образованию, иные ограничения в соответствии с Кодексами профессионального поведения). Для деятельности в другой стране финансовым консультантам нужно обратиться за разрешением к соответствующему регулятору фондового рынка³. «Единого паспорта», как в ЕС, нет, требуется разрешение принимающей страны.

2. США и ЕС

Переговоры о гармонизации финансового регулирования между ЕС и США ведутся давно. Несмотря на изначально масштабные цели по гармонизации, прогресс незначителен. Основные результаты достигнуты в ходе разработки международных стандартов (Базельский комитет, ИОСКО, Совет по финансовой стабильности и др.).

Инициатива в части интеграционных процессов исходила от профессиональных участников рынка. В июле 2005 г. была сформирована Коалиция США и ЕС по финансовому регулированию (EU-US Coalition on Financial Regulation)⁴, состоящая из СРО США и ЕС⁵. Целью деятельности ставилось смягчение / гармонизация регулятивных требований для оптового бизнеса (Wholesale Business).

Обсуждался широкий диапазон возможных вариантов гармонизации вплоть до стандартизации⁶. Предпочтение отдавалось режиму взаимного признания. Рассматривались направления: подготовка отчетности (единая БД по отчетности у регуляторов разных стран), требования к обязательному клирингу⁷, единое

¹ Trans-Tasman Mutual Recognition of Financial Advisers Announced. Financial Market Authority. 2 July 2012.

² Review of Financial Advisers (Australian Licensees) Exemption Notice 2011. Financial Markets Authority, New Zealand. 15 February 2013.

³ Radford M., Chan F. Exemption Brings Trans-Tasman Planning Closer // Financial Planning Magazine. Australia. 1 November 2012. www.financialplanningmagazine.com.au.

⁴ Позднее переименована в Трансатлантическую коалицию по финансовому регулированию (Transatlantic Coalition on Financial Regulation).

⁵ В состав входили: American Bankers Association Securities Association, Association of Financial Markets in Europe, Bankers' Association for Finance and Trade, British Bankers' Association, Futures Industry Association, Futures and Options Association, International Capital Market Association, Investment Industry Association of Canada, International Swaps and Derivatives Association, Securities Industry and Financial Markets Association, Swiss Bankers Association.

⁶ Mutual Recognition, Exemptive Relief and "Targeted" Rules' Standardisation: The Basis for Regulatory Modernisation / EU—US Coalition on Financial Regulation. March 2008. P. 1.

⁷ CESR Call for Evidence on Mutual Recognition of Non-EU Jurisdictions (CESR/09-4060b). A Response by the EU—US Coalition on Financial Regulation. September 2009. P. 2.

⁷ В настоящее время требование к централизованному клирингу деривативов в США и ЕС часто приводит к двойному клирингу как в США, так и ЕС для контрагентов из США и ЕС.

макропруденциальное регулирование, порядок взаимодействия между регуляторами в случае банкротства финансовых организаций, требования к финансовым конгломератам (ограничения на внутреннюю структуру организаций (правило Волкера в США) и т.п.)¹. Ранее выделялись также следующие направления гармонизации: стандартизация определения клиентов, покупателей, контрагентов, требований к раскрытию информации о крупных владениях, ограничения на продажу инвестиционных фондов, единый перечень требований к регистрации и проверке при лицензировании и др.²

Финансовый кризис 2008 г., регулятивные реформы в ЕС и США в соответствии с требованиями G-20 / Совета по финансовой стабильности создали новые акценты в гармонизации — в части более жестких требований к центральным контрагентам, к рейтингам, буферам капитала банков и др.

Взаимодействие между регуляторами осуществляется через механизм Диалога о регулировании финансовых рынков (Financial Market Regulatory Dialogue) с 2002 г., объединяющий представителей финансовых регуляторов ЕС и США (Европейская комиссия, Европейские надзорные агентства, Казначейство США, ФРС, Комиссия по торговле товарными фьючерсами, Федеральная корпорация по страхованию вкладов, Комиссия по ценным бумагам и биржам США). Диалог направлен преимущественно на гармонизацию законодательства в рамках договоренностей «G-20» по посткризисным реформам в финансовом регулировании.

Регуляторами США и ЕС достигнуто согласие в требованиях, предъявляемых к центральным клиринговым контрагентам, на основе которых будет осуществлено их взаимное признание³. В стадии обсуждения — распространение паспорта инвестиционных фондов ЕС на США⁴. Ожидается, что гармонизация финансового регулирования станет элементом соглашения о Трансатлантическом торговом и инвестиционном партнерстве (Transatlantic Trade and Investment Partnership) между ЕС и США⁵.

3. США и Канада

В соответствии с Соглашением о межюрисдикционной системе раскрытия информации⁶ между финансовыми регуляторами США и Канады 1991 г. эмитентам упрощен доступ на фондовый рынок другой страны — снижены требова-

¹ Inter-Jurisdictional Regulatory Recognition: Facilitating Economic Recovery and Regulatory Efficiency // Report from the EU—US Coalition on Financial Regulation. June 2012. P. 24—25.

² Mutual Recognition, Exemptive Relief and “Targeted” Rules’ Standardisation: The Basis for Regulatory Modernisation / EU—US Coalition on Financial Regulation. March 2008. P. 16—18.

³ The United States Commodity Futures Trading Commission and the European Commission: Common Approach for Transatlantic CCPs. European Commission. 10 February 2016.

⁴ United States (U. S.) — European Union (EU) Financial Markets Regulatory Dialogue Joint Statement. 12.02.2016.

⁵ См.: *Webb D.* The Transatlantic Trade and Investment Partnership (TTIP). UK Parliament. Standard Note SN/EP/6688. 18 November 2014. P. 2. Переговоры по заключению соглашения начаты в июле 2013 г., планировалось заключить его к концу 2014 г., но по состоянию на февраль 2016 г. переговоры еще продолжаются.

⁶ Canada-US Multijurisdictional Disclosure System. Adopted in July 1991 by Securities and Exchange Commission and Canadian Provincial Securities Regulators (Canadian Securities Administrators).

ния по раскрытию информации. Так, эмитенты Канады вправе осуществлять размещения ценных бумаг в США на основании канадского проспекта ценных бумаг, а в качестве периодической отчетности предоставлять в Комиссию по ценным бумагам США документы в соответствии с требованиями регулятора в Канаде¹. Проспект и иные документы предоставляются в Комиссию по ценным бумагам США в соответствии с формами США для межюрисдикционной системы раскрытия информации (F-10). Формы включают небольшой объем дополнительной к канадским требованиям информации и исключают незначительный ряд сведений.

Порядок распространяется только на эмитентов, уже имеющих выпуски ценных бумаг на рынке Канады (требование к раскрытию информации в течение не менее одного года, предшествующего размещению в США). Кроме того, установлен минимальный лимит акций, находящихся в публичном обращении (не менее 74 млн долл.)².

4. Двусторонние соглашения Гонконга: с Австралией, Тайванем, Малайзией и Китаем (China Mainland)

Упрощенный порядок трансграничных размещений введен для инвестиционных фондов и их управляющих:

- коллективных инвестиционных схем для розничных инвесторов (Гонконг — Австралия)³, 2008 г.;
- биржевых фондов (ETF)⁴ (Гонконг — Тайвань), 2009 г.;
- исламских фондов⁵ (Гонконг — Малайзия), 2009 г.;
- коллективных инвестиционных схем⁶ (Гонконг — Китай), 2015 г.

Порядок распространяется на фонды, удовлетворяющие требованиям по размеру активов фонда, периоду деятельности и др., предусматривается ряд дополнительных требований к фондам и управляющим в стране предложения.

Проекты отличаются разной степенью успешности. Соглашение между Австралией и Гонконгом значительного эффекта на рост трансграничных предложений между двумя странами не оказало. Среди возможных причин называются

¹ Lehner J. R. US Financing Opportunities under the Canada-US Multijurisdictional Disclosure System: A Practical Guide for Canadian Issuers. September 2011. Sherman&Sterling LLP.

² Multijurisdictional Disclosure System: Offering Securities and Reporting in the United States Using MJDS. Davies Ward Phillips & Vineberg LLP. September 2015. P. 3.

³ На основании соглашения о взаимопонимании между регуляторами двух стран. В Австралии — Hong Kong Collective Investment Schemes. ASIC Class Order [CO 08/506]

⁴ На основании обмена письмами между регуляторами ценных бумаг стран (FSC and Hong Kong's Securities and Futures Commission) 22 мая 2009 г., в соответствии с соглашением о взаимопонимании 1996 г.

⁵ Declaration on Mutual Co-Operation on Development of Islamic Capital Market and Islamic Collective Investment Schemes between Securities Commission Malaysia and Securities and Futures Commission of Hong Kong. 9 November 2009.

⁶ Memorandum of Regulatory Cooperation on Mutual Recognition of Funds between Mainland China and Hong Kong. China Securities Regulatory Commission. Securities and Futures Commission Hong Kong. 22 May 2015.

2.1. Интеграция

налоговые проблемы, наличие преимущественно профессиональных, а не розничных инвесторов в Гонконге¹.

В первые месяцы после вступления в силу соглашения между Гонконгом и Тайванем, наоборот, было зарегистрировано несколько фондов по схеме в обеих странах, в том числе в формате кросс-листинга².

5. США и Австралия

В 2008 г. было принято Соглашение о взаимном признании³ между финансовыми регуляторами США и Австралии⁴. Предусматривалось освобождение от регулятивных норм одной из стран для брокеров-дилеров и бирж, осуществляющих деятельность в обеих юрисдикциях.

Проект не получил развития, назывался изначально провальным, соглашение было расторгнуто сразу после подписания. Среди причин неудачи: глобальный финансовый кризис, излишняя амбициозность проекта, отсутствие согласия в руководящих кругах США по поводу углубления финансовой интеграции с Австралией⁵.

2.1.6. Подходы к интеграции / гармонизации в ЕАЭС

Понятийный аппарат гармонизации содержится в Договоре о ЕАЭС. В финансовой сфере (банки, РЦБ, страхование) предполагается гармонизация законодательства, предусматривающая осуществление согласованной политики⁶ (табл. 2.23). Унификация законодательства — выборочно⁷.

¹ Hoorweg C. Mutual Recognition Arrangements — Australia and Asia // 20th ACFS Melbourne Money & Finance Conference. Melbourne. July 2015.

² Lim A., Lee K.S., Shao J. Hong Kong: The Hub for an Asian ETF Strategy // Mondaq. 15 July 2010.

В связи с низким уровнем развития рынка ETF в Тайване перспективы развития кросс-листинга не столь велики: общее число ETF в Тайване — около 30 (на 2015 г.), 90% из которых на 2012 г. размещались одной организацией — Yuanta (Polaris) (*Alderoft S. Taiwan — Asia's Mutual Funds Giant. Citibank. 2014. P. 5*).

³ Mutual Recognition Arrangement between the United States Securities and Exchange Commission and the Australian Securities and Investments Commission, together with the Australian Minister for Superannuation and Corporate Law. Washington. 25 August 2008.

⁴ В дополнение были приняты два соглашения о взаимопонимании в части консультаций, взаимодействия и обмена информацией в отношении: 1) введения законодательства и 2) рыночного надзора (Memorandum of Understanding Concerning Consultation, Cooperation and the Exchange of Information Related to the Enforcement of Securities Laws between the SEC and ASIC; Memorandum of Understanding Concerning Consultation, Cooperation and the Exchange of Information Related to Market Oversight and the Supervision of Financial Services Firms between the SEC and ASIC. 25 August 2008).

⁵ ICSA Working Group on Mutual Recognition: Research Note on Promoting Mutual Recognition. International Council of Securities Associations (ICSA). 5 September 2013. P. 6—7.

⁶ Начальные версии Договора о ЕАЭС включали направления унификации нормативных актов в финансах.

⁷ В начальном проекте Соглашения о требованиях к осуществлению деятельности на финансовых рынках (утв. Решением Совета ЕЭК от 4 марта 2014 г. № 19) предусматривалась разработка «гармонизированной, а при возможности унифицированной терминологии» (п. 1 ст. 5), но данная формулировка в итоговую версию проекта Соглашения (утв. решением Коллегии ЕЭК от 12 октября 2015 г. № 138) не вошла.

2. Очерки интеграции финансовых рынков: как это делается

Таблица 2.23. Типы совместных политик в финансовой сфере, определенные в договоре о ЕАЭС

Идеология сближения законодательства	Тип политики	Виды политик в финансовой сфере
Унификация законодательства — сближение законодательств, направленное на установление идентичных механизмов правового регулирования в отдельных сферах	Единая политика, предполагающая применение унифицированного правового регулирования, в том числе на основе решений органов ЕАЭС в рамках их полномочий	Только в области унифицированных требований к электронным документам ¹
Гармонизация законодательства — сближение законодательств, направленное на установление сопоставимого нормативного правового регулирования в отдельных сферах	Согласованная политика в различных сферах, предполагающая гармонизацию правового регулирования, в том числе на основе решений органов ЕАЭС, в такой степени, которая необходима для достижения целей ЕАЭС	— Макроэкономическая и валютная политика; — регулирование финансовых рынков; — налоги, влияющие на взаимную торговлю
	Скоординированная политика, предполагающая сотрудничество на основе общих подходов, одобренных органами ЕАЭС	Отдельно не указывается

¹ Приложение 3 к Договору о ЕАЭС «Протокол об информационно-коммуникационных технологиях и информационном взаимодействии в рамках Евразийского Экономического Союза».

Источник: ст. 2 Договора о ЕАЭС.

Основным принципом сближения законодательства стран ЕАЭС на финансовом рынке является правило: «вначале гармонизация, потом — унификация» (по мере готовности).

Цель ЕАЭС — создание общего финансового рынка (табл. 2.24).

Таблица 2.24. Характеристика общего рынка

Понятия общего рынка	Характеристики
Единое экономическое пространство (цель) — пространство, состоящее из территорий государств-членов, на котором функционируют сходные (сопоставимые) и однотипные механизмы регулирования экономики, основанные на рыночных принципах и применении гармонизированных или унифицированных правовых норм, и существует единая инфраструктура	Схожесть, сопоставимость, однотипность механизмов, моделей регулирования, правовых норм
Общий (единый) рынок — совокупность экономических отношений в ЕАЭС, при которых обеспечивается свобода перемещения товаров, услуг, капитала и рабочей силы	Для финансового рынка — свобода перемещения капитала
Общий финансовый рынок — финансовый рынок, соответствующий следующим критериям ¹ : — гармонизированные требования к регулированию и надзору в сфере финансовых рынков;	Гармонизация регулирования и надзора, взаимное признание лицензий, деятельность без учреждения юри-

Понятия общего рынка	Характеристики
<ul style="list-style-type: none"> — взаимное признание лицензий; — осуществление деятельности по предоставлению финансовых услуг на всей территории ЕАЭС без дополнительного учреждения в качестве юридического лица; — административное сотрудничество между уполномоченными органами государств-членов, в том числе путем обмена информацией 	<p>дического лица в другой стране, сотрудничество регуляторов</p>

¹ Пункт 3 Протокола по финансовым услугам.

Источник: ст. 2 Договора о ЕАЭС.

Основные направления гармонизации политики регулирования и законодательства на финансовых рынках стран ЕАЭС определяются:

1) Договором о ЕАЭС, в том числе Протоколом по финансовым услугам.

Предусмотрено, что к 2025 г. страны ЕАЭС завершат гармонизацию законодательства в финансовой сфере, примут решение о полномочиях и функциях наднационального органа по регулированию финансового рынка и создадут его с расположением в Алматы в 2025 г.¹;

2) проектом Соглашения о требованиях к осуществлению деятельности на финансовых рынках государств².

Проект соглашения определяет направления³, механизм и сроки гармонизации законодательства стран ЕАЭС в финансовой сфере. Механизм гармонизации предполагает разработку странами ЕАЭС и принятие плана гармонизации законодательства (с указанием этапов и сроков)⁴, его последующую реализацию до 2025 г.

Большинство направлений гармонизации⁵ одинаковы для секторов финансового рынка, за рядом исключений⁶ (табл. 2.25).

Подходы и механизмы гармонизации могут различаться по этапам. Текущая практика гармонизации в ЕАЭС ориентирована на использование следующего подхода: ускоренная гармонизация в отдельных, наиболее готовых для этого сегментах. Это — так называемый принцип сегментарной гармонизации⁷.

¹ Статья 103 Договора о ЕАЭС.

² Итоговый вариант проекта одобрен решением Коллегии ЕЭК от 12 октября 2015 г. № 138 и направлен странам ЕАЭС для проведения внутригосударственного согласования (по состоянию на декабрь 2015 г.) (Отчет ЕЭК 2012—2015 гг. Расширяя пространство возможностей 2012—2015. М.: ЕЭК, 2015. С. 185).

³ Направления, перечисленные в пп. 22—26 и 30 Протокола по финансовым услугам, а также выработка гармонизированных требований по защите прав и интересов потребителей финансовых услуг (ст. 4 проекта Соглашения).

⁴ Проектом предусмотрено, что план гармонизации должен быть разработан и принят в течение девяти месяцев с даты вступления в силу Соглашения.

⁵ В части требований в отношении отрасли финансовых услуг, которые необходимо гармонизировать.

⁶ Детализированные требования в разрезе секторов — см. рис. 60—62 Отчета по 3-му этапу.

⁷ Финансовая политика в рамках евразийской интеграции / под ред. Б. В. Хулхачиева. М.: ЕЭК, 2015. С. 32, 35, 85.

2. Очерки интеграции финансовых рынков: как это делается

Таблица 2.25. **Направления гармонизации на финансовом рынке ЕАЭС**

Общие требования (банки, РЦБ, страхование)	Специальные требования (для отдельных секторов)
<p>— Гармонизация понятия и юридического статуса участника рынка (банки, страхование);</p> <p>— требования к финансовой устойчивости (уставный капитал, собственный капитал, резервы, структура активов и др.);</p> <p>— санкции (размер, порядок и условия применения);</p> <p>— порядок надзора и требования к отчетности.</p> <p>В части лицензирования, создания, реорганизации предполагается гармонизация:</p> <p>— правил формирования и оплаты уставного капитала, требований к квалификации и трудовой репутации, к документам;</p> <p>— порядка и оснований ликвидации и реорганизации, финансового оздоровления и банкротства;</p> <p>— оснований для отказа в регистрации, выдаче лицензии, отзыва лицензии, аннулирования, приостановления и ограничения действия</p>	<p>— Системы страхования вкладов (банки);</p> <p>— требования к процедуре эмиссии, размещению финансовых инструментов, обращению и раскрытию информации (РЦБ);</p> <p>— условия и порядок передачи страхового портфеля¹ (страхование)</p>

¹ Пункты 22—25 Протокола по финансовым услугам.

Можно выделить следующие проекты сегментарной гармонизации:

— развитие интегрированного валютного рынка (ИВР) — с 2013 г. обеспечен допуск банков Беларуси, Казахстана, Кыргызстана к валютным торгам на Московской бирже на основе национальной лицензии¹;

— создание единого биржевого пространства² — разработан проект Соглашения о взаимном допуске (аккредитации) брокеров и дилеров государств — членов ЕАЭС на национальные фондовые биржи, предусматривающий допуск к биржевым торгам брокеров-дилеров других стран ЕАЭС на основе национальной лицензии; готовится проект Соглашения о взаимном признании выпусков ценных бумаг и других финансовых инструментов;

— финансовая инфраструктура — формируется проект Соглашения о взаимодействии между странами ЕАЭС по обмену сведениями, входящими в состав кредитных историй;

— создание Интегрированной информационной системы ЕАЭС, в том числе для финансовых рынков;

¹ Реализация проекта началась в 2006 г. — подписано Соглашение о сотрудничестве в области организации интегрированного валютного рынка государств — членов ЕврАзЭС. Запуск ИВР стал возможным благодаря Соглашению о сотрудничестве в области организации интегрированного валютного рынка государств — участников СНГ, заключенному в Ашхабаде 5 декабря 2012 г. между Арменией, Беларусь, Казахстаном, Кыргызстаном, Россией и Таджикистаном. Но ключевой инструмент допуска банков — межведомственные соглашения о сотрудничестве в области организации взаимодействия и информационного обеспечения участников ИВР между Банком России и национальными банками Кыргызстана, Беларуси, Таджикистана и Казахстана. В 2013 г. также была подготовлена «Дорожная карта» допуска и технологические схемы подключения к торгам банков — резидентов стран ЕврАзЭС.

² Отчет ЕЭК 2012—2015 гг. Расширяя пространство возможностей 2012—2015. С. 185.

— возможные проекты гармонизации — создание интегрированной платежной системы в ЕАЭС, перестраховочной емкости в ЕАЭС, единого биржевого рынка сельскохозяйственной продукции и биржевых расчетов на этом рынке¹, наднационального рейтингового агентства².

Параллельный процесс — снятие барьеров, препятствующих доступу финансовых институтов на рынки стран ЕАЭС и оказанию трансграничных финансовых услуг. На практике это сокращение ограничений, оговорок, изъятий (по смыслу Кодексов либерализации ОЭСР), предусмотренных индивидуальными национальными перечнями ограничений³, обеспечение свободы оказания трансграничных финансовых услуг (по смыслу ст. XVI и XVII ГАТС).

Организационно-правовые инструменты гармонизации

Основные инструменты гармонизации — правовые акты ЕАЭС (Договор о ЕАЭС, международные договоры, решения и распоряжения органов Союза)⁴. В частности, соглашения между государствами ЕАЭС (международные договоры) определяют комплекс мер по гармонизации отдельных сегментов и областей регулирования, основные понятия и минимальные требования, порядок координации действий и согласования требований и др. (см. примеры выше). Эти соглашения могут носить прямой характер, т.е. не требовать издания внутренних актов государствами ЕАЭС, если это предусмотрено их национальным законодательством.

Интеграция в ЕАЭС координируется (рис. 2.3) *Высшим Евразийским экономическим советом* (стратегические решения); *ЕЭК* (принятие детальных решений, в том числе по рекомендациям консультативных органов, включая имеющие характер прямого действия)⁵; *Евразийским межправительственным советом* (контроль за реализацией).

До 2025 г. основными полномочиями наделена ЕЭК. Под руководством ЕЭК принимаются основные решения по гармонизации. После 2025 г. планируется создание полномочного *наднационального органа по регулированию финансового рынка*⁶.

¹ Финансовая политика в рамках евразийской интеграции / под ред. Б. В. Хулхачиева. С. 35.

² По состоянию на февраль 2016 г. осуществляется в рамках научно-исследовательской работы в интересах Евразийской экономической комиссии.

³ Протокол по финансовым услугам (приложения 1 и 2).

⁴ К системе правовых актов Союза относятся: 1) Договор о ЕАЭС; 2) международные договоры в рамках Союза (договоры и соглашения между государствами — членами Союза, протоколы между странами и др.); 3) международные договоры с третьими сторонами; 4) решения органов Союза — акты, принимаемые органами Союза, содержащие положения нормативно-правового характера; 5) распоряжения органов Союза — акты, принимаемые органами Союза, имеющие организационно-распорядительный характер (ст. 2 Договора о ЕАЭС).

⁵ Решения ЕЭК имеют характер прямого действия, что предусмотрено Договором о ЕАЭС, но присутствует неоднородность правового статуса и роли решений ЕЭК в системе права стран ЕАЭС.

⁶ О возможном разграничении полномочий наднационального органа регулирования на финансовом рынке и уполномоченных органов стран ЕАЭС по основным аспектам регулирования см. пп. 3.4.4.

2. Очерки интеграции финансовых рынков: как это делается

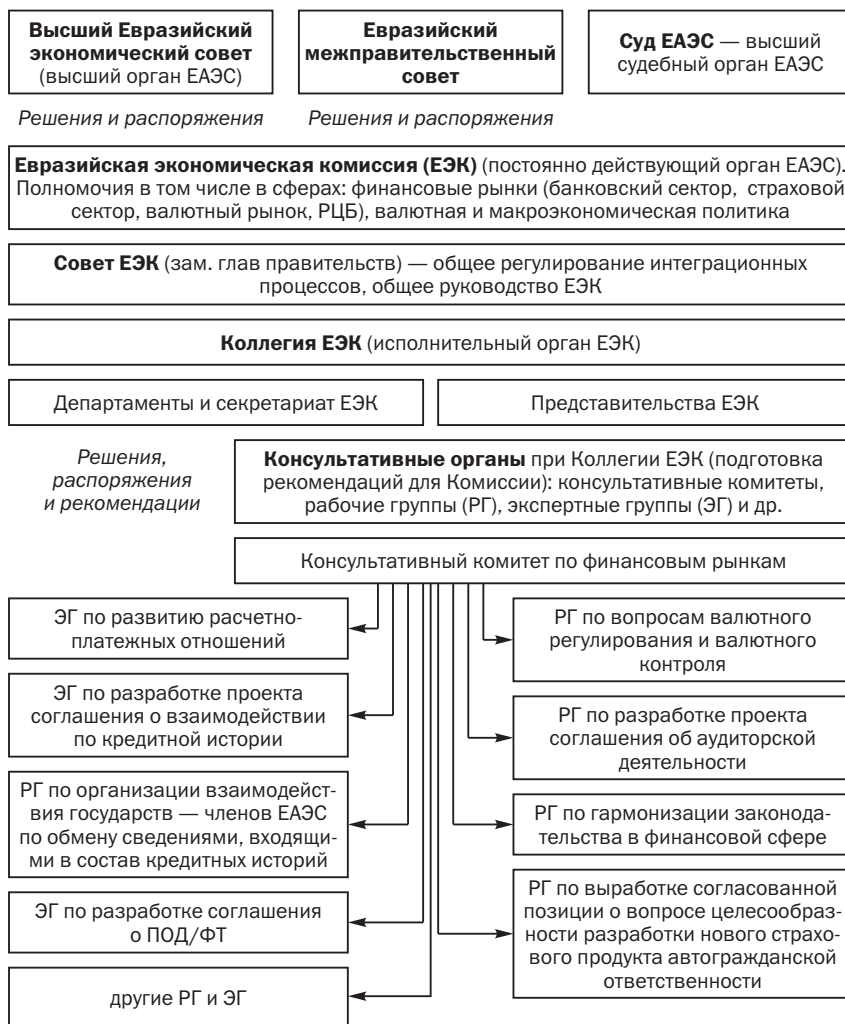


Рис. 2.3. Организационная структура ЕАЭС (органы, участвующие в регулировании / действующие на финансовом рынке)

Источник: Договор о ЕАЭС.

2.2. Либерализация в глобальных финансах

2.2.1. Идеология финансовой либерализации МВФ

Ключевые идеи финансовой либерализации заложены Уставом МВФ¹. Финансовая либерализация — движение к свободе операций по текущему счету, счету капитала, в оказании финансовых услуг, снятие барьеров в этом движении.

¹ Статьи соглашения Международного валютного фонда с поправками от 28 апреля 2008 г. (Перевод на русский язык (с) 2011 Международный Валютный Фонд). <https://www.imf.org/external/pubs/ft/aa/rus/index.pdf> (далее — Устав МВФ).

Барьеры — ограничения на проведение финансовых операций внутри страны по отношению к финансовым институтам — резидентам этой страны и (или) других стран.

Снятие барьеров для свободного перетока капитала — последовательный отказ от прямого контроля финансовых операций, переход на пруденциальное, фискальное или иное косвенное регулирование.

Классификация барьеров¹

1. Кредитный контроль (установление границ по объемам кредитов, превышение резервных требований).
2. Контроль процентных ставок (установление границ).
3. Барьеры входа на рынок (дополнительные лицензионные требования, ограничения по географии операций, прямой запрет на участие иностранных финансовых организаций и др.).
4. Доля активов в банковском секторе, подконтрольных государственным банкам².
5. Ограничения по счету капитала и текущему счету³.
6. Избыточный пруденциальный надзор.
7. Различия в политиках регулирования финансовых рынков (сегменты, инфраструктура, налогообложение операций).

Концепции либерализации МВФ находятся в постоянном развитии.

До середины 1970-х гг. (Бреттон-Вудская система твердых валютных курсов, привязки к золоту по фиксированным ценам) неотъемлемая часть экономической политики — валютный контроль.

С 1970-х гг. (отмена Бреттон-Вудса) усложняются финансовые системы, обостряется конкуренция за потоки капиталов, появляется широкий спектр новых финансовых инструментов, развитые страны предпринимают активные действия по либерализации счета капитала под влиянием Кодекса либерализации рынков капиталов ОЭСР (1961 г.). В Устав МВФ вводятся изменения (в части ст. IV «Обязательства в отношении валютного режима»), уточняется позиция МВФ в области финансовой либерализации и валютной политики:

1) цель — обеспечение условий, «способствующих обмену товарами и услугами и движению капитала между странами», «непрерывное совершенствование упорядоченных базовых условий, необходимых для финансовой и экономической стабильности»;

¹ Задана в ключевых работах, сделанных под эгидой МВФ, посвященных оценке уровня финансовой либерализации. См, например: *Abiad A., Detragiache E., Tresselt T. A New Database of Financial Reforms / IMF, WP/08/266. 2008; Schindler M. Measuring Financial Integration: A New Data Set // IMF Staff Papers. 2009. Vol. 56. No. 1. P. 222—238.*

² Порог в 50, 25 и 10% активов банковской системы под государственным контролем часто определяется как ситуация между пограничными значениями — полного контроля (больше 50%) и либерализации (менее 10%).

³ Наиболее очевидные ограничения, которые отмечаются в работах под эгидой МВФ: ограничения, дающие возможность контроля регулятором кредитного рынка и динамики процентных ставок, множественность валютных курсов (разные для разных транзакций), налоги или косвенные ограничения на входящие и исходящие потоки капитала, в особенности в части финансовых кредитов.

2) направления валютной политики: стимулирование экономического роста в условиях разумной стабильности цен (i), поддержка стабильности базовых экономических и финансовых условий, денежно-кредитной системы (ii), избегание манипулирования обменными курсами (iii)¹.

Странам — членам МВФ предоставлялась полная свобода в использовании мер валютного контроля для поддержания платежного баланса и стабильности обменного курса. Рекомендуются использовать меры бюджетной, денежно-кредитной и валютной политик, ужесточение пруденциального надзора финансовых институтов.

С 1990-х гг. МВФ активно поддерживает финансовую либерализацию, концентрируясь на счете текущих операций (операции экспорт-импорта, отказ от практики ограничения валютных операций).

Политика Фонда в это время неоднозначно оценивается для экономик применявших ее стран². Программы сотрудничества МВФ со странами Центральной и Восточной Европы в 90-е гг. включали также требование либерализации режима прямых иностранных инвестиций³.

Кульминация политики либерализации МВФ — инициирование поправки к статье IV Устава МВФ в 1997 г. Цель — включить в сферу компетенции МВФ либерализацию операций по движению капиталов⁴.

В свете череды последующих экономических кризисов, результатом которых стало введение в ряде стран контроля движения капиталов, а также сопротивления нововведениям со стороны развивающихся рынков, поправка не была принята. Тем не менее принципиальная установка на снятие ограничений в сфере международного движения капитала сохраняется⁵.

В этот же период формируется дуализм концепции либерализации МВФ — поддержка максимально полной либерализации рынков капитала для развитых стран (к ним относились все страны ОЭСР) и осторожный подход к вопросам либерализации для стран с развивающимися экономиками⁶.

¹ Статьи Соглашения Международного валютного фонда. Официальная публикация на русском языке <https://www.imf.org/external/pubs/ft/aa/rus/index.pdf>.

² Например, Дж. Стиглиц критикует МВФ и другие институты Вашингтонского консенсуса за продвижение с опорой на узкий слой политической элиты развивающихся стран глобальных идей либерализации без учета специфических экономических особенностей государства, как самоцель. См., например: *Stiglitz J. E. Globalization and Its Discontents. Globalization and its discontents. New York, USA : W. W. Norton and Company, 2002.*

³ Имеется в виду предоставление иностранным инвесторам, за определенными исключениями, не менее благоприятного режима, чем национальным, гарантии для иностранных инвесторов в отношении беспрепятственного перевода прибылей, компенсации в случае экспроприации иностранной собственности, возможность разрешения споров. См.: *Mody A., Saravia D. Catalyzing Capital Flows: Do IMF-Supported Programs Work as Commitment Devices // IMF. Working Papers WP/03/100. 2003.*

⁴ Interim Committee Statement on Liberalization Of Capital Movements Under an Amendment of the IMF Articles. Hong Kong SAR. 1997. September 21.

⁵ В 2005 г. Управлением независимой оценки МВФ было проведено исследование частоты рекомендаций МВФ относительно введения инструментов контроля за движением капитала (из 19 стран, сталкивающихся с большими трансграничными потоками капитала, рекомендации по введению контроля получили только две).

⁶ Курс на либерализацию рынков капитала как условие достижения финансового благополучия к этому времени признается на официальном уровне большинством стран. См.: *Vice Chair Janet L. Yellen.*

Изменяется концепция конвертируемости валюты, укрепляется валютная дисциплина. Конвертируемость включает в себя понятие текущей конвертируемости и конвертируемости по счету капитала. В основе концепции либерализации рынков капитала МВФ — процесс управления потоками капитала (Capital Flow Management, CFMs).

С 2010 г. (после мирового кризиса 2008 г.) МВФ принял концепцию *более широких ограничений на входящие потоки капитала*, которая включала как меры прямого контроля (запрета), так и косвенные меры (пруденциальный надзор). Идет работа по расширению мер, направленных на регулирование исходящих потоков капитала¹.

Экономисты МВФ² выдвинули фундаментальные принципы последовательности либерализации, подтвержденные практикой: краткосрочные потоки капитала не могут быть либерализованы до тех пор, пока страна не получит эффективного контроля над денежно-кредитными и валютно-обменными операциями (денежно-кредитная и валютная политика). Полная либерализация может быть достигнута после внедрения пруденциального регулирования и надзора, риск-менеджмента, достижения финансовым рынком состояния зрелости.

Таким образом, современная концепция либерализации МВФ допускает необходимость сохранения ряда ограничений по счетам капитала в отношении стран, не достигших должного уровня экономического развития и зрелости финансового рынка, а также допускает введение ограничений для предупреждения резкого ухудшения экономической ситуации в стране, вызванной мировым экономическим кризисом³.

Принцип осторожной, последовательной либерализации применяется и в деятельности других международных организаций (ОЭСР, ВТО — см. ниже), включается в стратегии развития механизмов либерализации в странах ЕАЭС (см. пп. 1.11.1, п. 3.6).

2.2.2. Концепция и практика либерализации ОЭСР

ОЭСР сотрудничает с МВФ для координации подходов к либерализации рынков капитала. Все 34 страны ОЭСР — члены МВФ (188 стран).

Концепция либерализации ОЭСР реализуется в группе развитых стран, принята в качестве основной в ЕС и представлена в составе: 1) Кодекс либерализации движения капиталов ОЭСР⁴; 2) Кодекс либерализации невидимых операций ОЭСР⁵.

Reaping the Full Benefits of Financial Openness, Speech At the Bank of Finland 200th Anniversary Conference, Helsinki, Finland, May 6, 2011. <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20110506a.htm>.

¹ Либерализация и управление потоками капитала: позиция IMF (The Liberalization and Management of Capital Flows: an Institutional View, International Monetary Fund, November 14, 2012).

² Ishii and Habermaier (2002).

³ Нужно принимать во внимание эффект, оказываемый процессами либерализации тех или иных стран на стабильность мирового финансового рынка в целом (Liberalizing Capital Flows and Managing Outflows, International Monetary Fund. March 13, 2012. P. 1).

⁴ Решение Совета ОЭСР «О принятии Кодекса либерализации движения капиталов» 12 декабря 1961 г. — ОЭСР/с (61)96, с изм. от 15 апреля 1993 г. — С(92)139/FINAL (далее — Кодекс либерализации движения капиталов ОЭСР).

⁵ Решение Совета ОЭСР «О принятии Кодекса либерализации текущих невидимых операций» 12 декабря 1961 г. — OECD/C(61)95, с поправками от 29 марта 1993 г. — С(93)12 FINAL (далее — Кодекс либерализации невидимых операций ОЭСР).

В соответствии с Кодексом либерализации капиталов выполняются следующие условия¹:

— постепенная отмена ограничений на передвижение капиталов между странами в степени, необходимой для эффективного экономического сотрудничества², в зависимости от условий экономического и финансового положения страны с должным уровнем «разумности» (угроза финансовых и экономических сбоев, ситуация отрицательного платежного баланса и низкого уровня валютных резервов)³ (аналогичные стратегии развития механизмов либерализации применяются в странах ЕАЭС (см. пп. 1.11.1, п. 3.6));

— запрет на ведение переговоров в целях получения взаимных уступок. Свободы и ограничения, предоставляемые одной страной, применяются ко всем странам ОЭСР без исключения⁴;

— равенство прав нерезидентов, а также стран ОЭСР. Гарантии беспрепятственного вывоза активов нерезидентов при прекращении бизнеса;

— распространение мер либерализации только на страны ОЭСР. Исключения — особые системы региональной интеграции (ЕС);

— сохранение за странами ОЭСР права проверять подлинность сделок или трансфертов, принимать любые меры для предотвращения обхода законов, правил с максимально возможным упрощением процедур проверки;

— оговорки, установленные странами ОЭСР, могут только сокращаться или сниматься (исключения — новые обязательства по либерализации, отступления от правил в случае временных экономических трудностей). Отмененное ограничение не вносится повторно⁵;

— большой вес имеют не директивные, а мотивационные стимулы, приложение лучших усилий для снятия ограничений на движение капитала;

— обязательство уведомления страной ОЭСР о мерах, затрагивающих либерализацию, их изменениях, публикация этой информации в обновляемых версиях Кодексов, на сайте ОЭСР, в печатных изданиях⁶.

Концепции либерализации ОЭСР *не ставят целью полное устранение барьеров* на передвижение капитала. Барьеры должны устраняться в той степени, в которой это является общим благом для экономик стран ОЭСР, а их устранение не должно сопровождаться введением новых.

При этом предоставляется относительная *свобода в выборе и применении мер пруденциального регулирования*, при условии, что они не дискриминируют права нерезидентов в сравнении с резидентами-участниками. Исключения — международные объединения.

¹ OECD Codes of Liberalisation User's Guide 2008. P. 10—12. <http://www.OЭСР.org/investment/investment-policy/38072327.pdf>.

² См. определение мер либерализации в Кодексе либерализации рынков капитала ОЭСР (п. а ст. 1).

³ См. ст. 7 Кодекса либерализации невидимых операций (пп. а—е).

⁴ Оговорки не могут применяться к принципу недискриминации. См. также ст. 9, 10 Кодекса либерализации текущих операций ОЭСР.

⁵ Процесс направлен на превращение полных оговорок в частичные и на дальнейшее сокращение или на полное снятие частичных оговорок.

⁶ Те же принципы заложены в Кодексе либерализации невидимых операций ОЭСР (ст. 1).

Классификация трансграничных операций

Кодекс либерализации движения капиталов ОЭСР 2013 г. выделяет 16 видов операций между резидентами и нерезидентами¹ в составе двух списков («А» и «В»). Для операций в списке «А» запрещен ввод новых ограничений. Для операций из списка «В»² могут вводиться ограничения.

Кодекс либерализации невидимых операций ОЭСР 2013 г. выделяет 13 видов операций на финансовом рынке между резидентами и нерезидентами³.

Оговорки в Кодексах либерализации ОЭСР

Оговорки — исключения из общего подхода к либерализации ОЭСР, допускаемые на уровне стран-членов в отношении принимаемых на себя обязательств по либерализации (Кодексы либерализации ОЭСР, Приложение В)⁴. Возможности оговорок используются странами-членами неравномерно по видам операций. Всего в Кодексе 2013 г. выделен 91 вид операций в составе 15 групп, к 30 видам операций ограничения введены на практике (по совокупности стран)⁵.

Наибольшее число оговорок связано с прямыми инвестициями нерезидентов, в том числе с приобретением ими недвижимости, операциями по покупке резидентами иностранных финансовых инструментов, операциями со счетами резидентов в финансовых институтах — нерезидентах, получением кредитов за границей (табл. 2.26).

¹ I — иностранные прямые инвестиции, II — их ликвидация, III — операции с недвижимостью, IV и V — с ценными бумагами, VI — с прочими финансовыми инструментами, VII — с ценными бумагами коллективных инвестиций, VIII — кредиты и сделки международного характера, IX — финансовые кредиты и ссуды, X — поручительства, гарантии, средства финансовой поддержки, XI — депозитные счета, XII — валюта, XIII — страхование жизни, XIV — движение личных капиталов, XV — физическое перемещение основного капитала, XVI — реализация заблокированных средств нерезидентов. Классификация операций по счету капитала ОЭСР в разрезе списков «А» и «В», операций резидентов и нерезидентов, видов сделок представлена в табл. 56 Отчета по 1-му этапу.

² Операции с недвижимостью (в части строительства и покупки) как для резидентов за границей, так и нерезидентов внутри страны (код III), операций на денежном рынке (допуск, выпуск, покупка, продажа, ссуды) (код V), прочие операции с обращающимися финансовыми инструментами (код VI), кредиты, связанные с коммерческими сделками или оказанием услуг (код VII), финансовые кредиты и ссуды (код IX), поручительства, гарантии и средства финансовой поддержки (код X), операции с депозитными счетами (код XI), и с иностранной валютой (код XII).

³ Страхование, сопутствующие ему услуги и личные пенсии, оплата банковские и инвестиционные, расчетно-клиринговые и депозитарные услуги, консультативные и агентские услуги, управление активами, условия для учреждения и деятельности в области финансовых услуг.

⁴ Оговорки, предусмотренные странами ОЭСР, не могут добавляться или расширяться ни при каких условиях, кроме: особых категорий операций по счету капитала, включенных в список В, а также системы оговорок в виде комментариев к содержанию операций в списке А; в исключительных случаях в периоды временных экономических и финансовых трудностей (как временная мера).

⁵ См. аналитическую таблицу по распределению оговорок по видам операций по счету капитала 34 стран ОЭСР, 10 базовых и 30 подвидов операций в разрезе резидентов-нерезидентов, видов сделок, охватывающих все действующие оговорки, табл. 57 Отчета по 1-му этапу.

2. Очерки интеграции финансовых рынков: как это делается

Т а б л и ц а 2.26. **Перечень наиболее часто используемых странами ОЭСР оговорок (по классификации трансграничных операций), 2013**

Операции, проведение которых ограничено оговорками	Распространенность оговорок. Число стран из 34 стран ОЭСР
Прямого инвестирования нерезидентов (в той или иной степени применяются всеми странами)	34
С недвижимой собственностью в форме строительства или покупки в данной стране нерезидентами	22
По покупке долевых и долговых ценных бумаг сроком больше одного года в данной стране нерезидентами	21
По покупке за границей долевых и долговых ценных бумаг сроком больше одного года резидентами данной страны	19
По покупке за границей ценных бумаг денежного рынка резидентами данной страны	18
По покупке ценных бумаг для коллективного инвестирования, совершаемые за границей резидентами данной страны	17
Со счетами резидентов в финансовых институтах — нерезидентах в иностранной валюте	17
С недвижимой собственностью за границей резидентами данной страны	16
По предоставлению нерезидентами резидентам кредитов и ссуд	16
По покупке резидентами данной страны иностранных финансовых инструментов и требований за границей	15
Со счетами резидентов в финансовых институтах — нерезидентах в национальной валюте	15

И с т о ч н и к: Кодекс либерализации движения капиталов ОЭСР. Приложение В.

Кодекс либерализации движения капиталов ОЭСР 2013 г., благодаря гибкой системе оговорок, поощряет разноскоростную либерализацию. Количество применяемых оговорок разнится по странам.

Первая группа — три страны (Чили, Турция, Чехия), оговорки по 15–20 видам операций. Характерна большая открытость для привлечения прямых иностранных инвестиций (входящие потоки «длинных денег») и большая закрытость для операций покупки финансовых активов за рубежом резидентами данной страны (исходящие потоки «коротких» денег).

Большой удельный вес в оговорках занимают операции как покупки (допуска) финансовых инструментов¹ нерезидентами (нерезидентов) на территории данной страны, так и покупки финансовых инструментов резидентами за границей. То же — кредитования резидентов нерезидентами.

¹ Акции, облигации сроком больше одного года, инструменты денежного рынка, ценные бумаги коллективного инвестирования, другие финансовые инструменты.

На втором месте — прямые инвестиции и недвижимость (покупка со стороны нерезидентов). В отличие от других групп действует оговорки в части операций по приобретению недвижимости резидентами за рубежом. На третьем — операции с депозитными счетами¹.

Цель — обеспечение притока и «удержание» капитала в стране.

Вторая группа — 15 стран (Мексика, Польша, Испания, Финляндия, Франция, Греция, Венгрия, Швеция, Швейцария, Япония, Австралия, Австрия, Германия, Бельгия, Люксембург).

Оговорки по 10—14 видам операций распределяются примерно в равной степени между прямыми инвестициями и операциями с недвижимостью и операциями с финансовыми активами. В сравнении с первой группой стран операции нерезидентов ограничиваются в меньшей степени (только по покупке ценных бумаг, относящихся к рынку капитала внутри данной страны). В большей степени оговариваются условия трансграничных операций, совершаемых нерезидентами (все виды финансовых инструментов, включая кредиты резидентам)².

Третья группа — всего 10 стран (Корея, Эстония, Словения, Исландия, Израиль, Новая Зеландия, Норвегия, Португалия, Словакия, США), оговорки по 5—9 видам операций. Ограничиваются операции нерезидентов внутри страны по ключевым направлениям (прямые инвестиции, покупка недвижимости, покупка ценных бумаг рынка капитала — акции, облигации сроком обращения более одного года и приравненные к ним бумаги)³.

Четвертая группа — шесть стран (Канада, Дания, Ирландия, Италия, Нидерланды, Великобритания), оговорки по 3—4 видам операций, минимальные ограничения (операции нерезидентов по прямому инвестированию с небольшим количеством оговорок)⁴.

Группу стран с большим количеством ограничений (по состоянию на 2013 г.) представляют страны с развивающимися экономиками (Чили — член ОЭСР с 2010 г., Турция — 1961 г.), а также Чехия — 1995 г. Конкретное содержание оговорок устанавливается странами ОЭСР самостоятельно с учетом положений Кодекса либерализации рынков капиталов ОЭСР.

Либерализация невидимых операций ОЭСР

Наибольшее количество оговорок связано с операциями страхования жизни нерезидентами, личных пенсий, условиями для учреждения и деятельности нерезидентов в секторе финансовых услуг (табл. 2.27).

¹ См. аналитическую таблицу по распределению оговорок по видам операций по счету капитала 34 стран ОЭСР, 10 базовых и 30 подвидов операций в разрезе резидентов-нерезидентов, видов сделок, охватывающих все действующие оговорки (табл. 57 Отчета по 1-му этапу).

² Там же.

³ Там же.

⁴ Там же.

2. Очерки интеграции финансовых рынков: как это делается

Таблица 2.27. **Перечень наиболее часто используемых странами ОЭСР оговорок (по классификации трансграничных операций), 2013 г.**

Операции, проведение которых ограничено оговорками	Распространенность оговорок. Число стран из 34 стран ОЭСР
Страхование, относящееся к международной торговле товарами	24
Страхование жизни	32
Все другие виды страхования	26
Сопутствующие страхованию услуги	24
Личные пенсии	30
Банковские и инвестиционные услуги	20
Расчетные, клиринговые услуги, услуги по хранению ценных бумаг и депозитарные услуги	18
Управление активами	20
Условия для учреждения и деятельности отделений, агентств и т.д. инвесторов-нерезидентов в секторе банковских и финансовых услуг	33

Источники: Кодекс либерализации невидимых операций ОЭСР. Приложение В. Сентябрь 2014 г.

Остающиеся оговорки в ОЭСР

По странам ОЭСР наиболее весомыми по количеству оговорок являются такие группы операций, как прямые инвестиции, депозиты, вложения в недвижимость¹. Большая часть оговорок в части прямых инвестиций и недвижимости применяется к нерезидентам (создание предприятий, участие в них, ссуды на срок более пяти лет).

2.2.3. WTO: Свобода оказания финансовых услуг

Подходы WTO к либерализации содержатся в Общем соглашении о свободной торговле² (ГАТС WTO). При вступлении в ее члены страны не принимают общее обязательство по либерализации счета капитала. Статья IX ГАТС WTO включает условное обязательство: если страна обеспечивает доступ к какому-либо рынку услуг, она должна либерализовать связанные с его работой операции по текущему счету, счету капитала.

Классификация финансовых услуг WTO выделяет 16 их видов в составе двух групп — страхование и связанные с ним услуги; банки и другие финансовые услуги, исключая страхование³.

¹ См. аналитическую таблицу по распределению оговорок по видам операций по счету капитала 34 стран ОЭСР, 10 базовых и 30 подвидов операций в разрезе резидентов-нерезидентов, видов сделок, охватывающих все действующие оговорки, табл. 57 Отчета по 1-му этапу.

² ГАТС WTO. P. 308 2-а.

³ Подробнее о классификации финансовых услуг WTO см. табл. 93 Отчета по 1-му этапу.

Требования либерализации на рынке капитала и текущих операций в ВТО применяются в зависимости от вариантов предложения услуги¹:

2a — с территории одного государства на территорию другого государства — если трансграничное перемещение капитала является существенной частью самой услуги, то члены ВТО обязаны либерализовать соответствующие входящие и исходящие потоки капитала. Это напрямую касается предоставления финансовых услуг²;

2b — с территории одного государства потребителю услуг любого другого государства — явных обязательств по либерализации операций по счету капитала и текущему счету не предусмотрено. Тем не менее для предоставления электронных финансовых услуг этот момент является существенным, так как нет возможности отнести их к способу оказания услуг 2a или 2c (услуга или потребитель пересекает границу);

2c — поставщиком услуг одного государства через коммерческое присутствие на территории другого государства — требуется либерализация входящих потоков капитала³. Также запрещается при организации разрешенной формы коммерческого представительства иностранцами накладывать дополнительные ограничения на его деятельность в сравнении с резидентами⁴ на определенный период. Кроме того, должны быть либерализованы и исходящие потоки капитала, связанные с операциями по обеспечению деятельности коммерческого представительства;

2d — поставщиком услуг одного государства через присутствие физических лиц этого государства на территории другого государства — дополнительных требований по либерализации не предусмотрено⁵.

Применение указанных выше обязательств по либерализации облегчается введением системы оговорок⁶, в частности:

— пункт 2 ст. IX ГАТС ВТО — допускает применение контроля за движением потоков капиталов в случаях, предусмотренных в Уставе МВФ;

— пункт 2 ст. XII ГАТС ВТО — устанавливает возможность введения контроля в случае проблем с платежным балансом;

— статья 2(a) Приложения о финансовых услугах — «Вне зависимости от других положений ГАТС ВТО, ни одна из стран-членов не может быть ограниче-

¹ Согласно п. 2 ст. I ГАТС ВТО.

² Сноска 8 к ст. XVI «Доступ к рынку» ГАТС ВТО.

³ Эти обязательства по либерализации применяются по отношению ко всему перечню торговых операций, по которым страна приняла обязательства по свободной торговле (country's schedule of commitments).

⁴ Например, вводить требования депозита. Суть этого — обязанность заемщика заморозить на некоторое время на счету центрального банка часть привлекаемых им средств в иностранной валюте (налог на внешние заимствования), для снижения притока капитала, не затрагивая процентные ставки. Депозитная норма может быть различной в зависимости от вида заимствований. Недостатки — фактическое удорожание средств для заемщиков. См.: Улюкаев А. Проблемы денежно-кредитной политики в условиях притока капитала в Россию // Вопросы экономики. 2007. № 7. С. 18.

⁵ Обязательность либерализации операций по текущему счету и счету капитала возникает при варианте поставки 2a. Большинство стран — членов ВТО частично либерализовали финансовые услуги, предоставляемые по варианту 2b, но не 2a (см.: *Galagher K. P., Stanley L. E. Capital Account Regulation. Pardee Center Task Force Reports. Boston University, 2013. P. 14 (158)*).

⁶ Во избежание конфликтов с требованиями по либерализации МВФ и ОЭСР.

на в применении пруденциальных мер, направленных на защиту инвесторов, вкладчиков, держателей страховых полисов, доверителей финансовых услуг, на обеспечение финансовой стабильности».

В той степени, в которой члены ВТО свободны в выборе графика исполнения принятых на себя обязательств, они остаются свободными и в выборе инструментов контроля за движением капиталов.

2.2.4. Снятие барьеров на финансовых рынках ЕС

Свобода перемещения капитала между странами ЕС (а также третьими странами) устанавливается Договором о функционировании ЕС (Treaty on the Functioning of the European Union, TFEU), Кодексами либерализации ОЭСР¹. По отдельным позициям шире границ, заданных ОЭСР:

— Art. 63 TFEU запрещает ограничения на движение капитала между странами ЕС, ЕС и третьими странами;

— к моменту вступления в ЕС операции по счету капитала и по счету текущих операций в стране-кандидате должны быть либерализованы²;

— Art. 64 TFEU³ позволяет странам ЕС ограничивать движение капитала с конечным сроком действия по отношению к третьим странам, а также вводить новые ограничения при наступлении особых обстоятельств⁴.

ЕС присоединилась к Кодексам ОЭСР по либерализации в 1996 г. с учетом 52 оговорок (по 15 странам ЕС), в среднем на страну — 3,5⁵. В 2014 г. на эти же 15 стран остались 29 оговорок, на страну — 1,95⁶.

Расширение ЕС после 1996 г. не ухудшило ситуации. В 2014 г. общее количество оговорок по странам ЕС⁷ составило 41,8, на одну страну — 1,99.

¹ 65% всех стран — членов ОЭСР составляют страны ЕС и 75% — страны, подписавшие Шенгенское соглашение или рассматривающие возможность вступления в ЕС (например, Израиль).

² Маастрихтский договор 1992 г. (Maastricht Treaty) сделал либерализацию счетов капитала (Articles 56—60) одним из условий вступления в ЕС.

³ Статья, определяющая условия свободы движения капитала и снятия всех ограничений на его движение между странами ЕС и третьими странами (Art. 63 TFEU), вводилась в действие поэтапно. Для Венгрии, Болгарии, Эстонии — с 1999 г., для остальных — с 1993 г.

⁴ По отношению к третьим странам могут сохраняться ограничения по прямым инвестициям (недвижимость, учреждение обществ), которые были зафиксированы по состоянию на 31 декабря 1993 г. (в случае Болгарии, Эстонии, Венгрии — на 31 декабря 1999 г.) — см. Art. 64(1) TFEU. Ограничения могут вводиться в случае, если это продиктовано вопросами государственной политики и национальной безопасности — см. Art. 65 (1b) TFEU и Art. 52(1) и при согласии всех членов ЕС, после консультаций с Европейским парламентом — см. Art. 64(3) TFEU.

⁵ См.: The Single Market Review, Subseries III: Dismantling of Barriers Volume 5: Capital Market Liberalization. Office for Official Publications of the European Communities Kogan Page. Earthscan, 1997. P. 4—5.

⁶ Рассчитано по данным Приложения В к Кодексу либерализации рынков капиталов ОЭСР. Среднее значение на одну страну — среднее значение взвешенного количества оговорок, приходящихся на одну страну. Взвешенное количество оговорок — отношение количества фактически введенных оговорок к операциям по соответствующей группе к количеству возможных оговорок по данной группе.

⁷ К сентябрю 2014 г. 21 страна ЕС из 28 — члены ОЭСР (не получили членства Литва, Латвия, Мальта, Хорватия, Болгария, Румыния, Кипр).

Последовательность и инструменты либерализации

Страны ЕС отличались различными стартовыми условиями в либерализации счетов капитала:

1) страны — основатели ЕС (вступление в 1957 г.) — Германия, Бельгия, Люксембург, Нидерланды, Франция, Италия¹. На этапе создания ЕС отсутствовали жесткие требования, единые наднациональные директивы, общие планы или графики либерализации, Кодексы ОЭСР также не носили обязательного характера. Требования либерализации вводились на уровне секторального законодательства.

Был распространен подход к либерализации с освобождением входящих потоков и с постепенным, частичным освобождением исходящих прямых и портфельных инвестиций. Исключение — Германия, уже к 1958 г. освободившая все исходящие потоки капитала и частично — входящие.

Национальное законодательство предусматривало ограничения для банков — резервные и депозитные требования, ограничения обязательств в иностранной валюте; для РЦБ — ограничения на покупку (размещение) ценных бумаг нерезидентами в национальной валюте (налог на покупку), прямые запреты на покупку валюты стран с угрозой девальвации, требования предварительного одобрения операций.

Повышалась открытость как для стран-членов, так и нечленов ЕС. Отсюда значимость валютного контроля, возможность повторного ввода уже снятых ограничений, прямые запреты на операции с валютой, которая не являлась свободно конвертируемой;

2) страны, вступившие в ЕС в 1971—1995 гг., — Великобритания, Дания, Ирландия, Австрия, Финляндия, Греция, Португалия, Испания, Швеция².

Данные страны отличались контролем, прежде всего за исходящими потоками капитала (исключение — угрозы потери контроля над денежным рынком из-за избыточных входящих потоков).

Вступление в действие наднациональных правовых инструментов привели к унификации либерализации. В сравнении с первой группой либерализация проходила в отношении сразу крупных блоков операций банков и небанковских финансовых организаций с разными видами ценных бумаг (акции, облигации, денежного рынка).

Общий подход к либерализации: меньше ограничений для исходящих потоков капитала, свободная покупка национальных ценных бумаг нерезидентами и больше ограничений для исходящих потоков;

3) страны, вступившие в ЕС в 2004—2007 гг., — Чехия, Эстония, Венгрия, Польша, Словакия, Словения³.

¹ Характеристика начальных этапов либерализации счетов капитала в «стартовой» группе стран ЕС, а также последовательность снятия ограничений на счета капиталов (на примере Германии) даны в табл. 87, 90 Отчета по 1-му этапу.

² История либерализации счетов капитала в этой группе стран раскрыта в табл. 86, 89 Отчета по 1-му этапу.

³ Начальные этапы либерализации счетов капитала в группе стран, вступивших в ЕС в 2004—2007 гг., а также последовательность снятия в них ограничений на счета капиталов представлены в табл. 86, 89 Отчета по 1-му этапу.

Вступали в ЕС при условии полной либерализации счета капитала¹, выполнения жесткого плана-графика по снятию барьеров и временно действующих ограничений в условиях разной готовности к либерализации (как правило, низкий уровень). Ситуация осложнялась незавершенными процессами реструктуризации банков и приватизации.

При подготовке к вступлению в ЕС в 1990-е гг. были либерализованы текущие счета (конвертируемость по текущему счету)².

Однако законодательство ЕС не содержало конкретных условий снятия ограничений по счетам капитала. Если либерализация не была завершена, страны-кандидаты согласовывали план-график либерализации, отклонения от которого не допускались (исключение — форс-мажор).

Мотивы либерализации различались по странам. В Эстонии — политическая воля к ускоренной полной либерализации. В Польше — медленная либерализация (прагматизм, попытка получения макроэкономических выгод). Ускорило либерализацию вступление части стран в ОЭСР (Чехия, Венгрия, Польша, Словакия — в 1995—1996 гг., Эстония, Словения — в 2010 г., делались «дорожные карты» либерализации).

Сложилась следующая последовательность либерализации: «прямые инвестиции перед финансовыми потоками, входящие потоки перед исходящими, долгосрочные потоки перед краткосрочными»³.

При включении новых стран в ЕС удерживался высокий уровень интеграции рынка финансовых услуг. Обязательное условие их присоединения — оговорки в отношении поставщиков финансовых услуг — нерезидентов не применялись к участникам рынка из стран ЕС (к организациям, имеющим штаб-квартиру в ЕС). Новые оговорки вводились только в отношении третьих стран⁴. Например, распространены оговорки на проведение операций андеррайтинга и брокерско-дилерских компаний нерезидентами третьих стран. Делаются исключения для услуг кредитования иностранными банками третьих стран нерезидентов (Словения), защищаются услуги по управлению активами обязательного и добровольного пенсионного страхования (Венгрия), услуги ипотечного банкинга (Чехия). Защищается организация выпусков облигаций в национальной валюте⁵.

¹ По договору о создании ЕС (Maastricht Treaty, 1992 г.) полная либерализация счета капитала — одно из условий вступления в ЕС (Articles 56 EC to 60 EC (formerly Articles 73b to 73h of the EC Treaty)).

² Существенную роль в этом сыграла ст. VII Устава МВФ (все рассматриваемые страны стали его членами).

³ Об особенностях либерализации новых стран ЕС (Чехия, Эстония, Венгрия, Латвия, Литва, Польша, Словакия, Словения) см.: *Zsófia Árvai*. Capital Account Liberalization, Capital Flow Patterns, and Policy Responses in the EU's New Member States // IMF. Working Papers WP/05/213. November 2005.

⁴ Ограничения по странам — основателям ЕС и странам, вступившим в ее члены позднее, приводятся в таблицах Отчета по 1-му этапу, включая: ограничения на текущие банковские операции — табл. 97, 98; на операции с ценными бумагами — табл. 101, 102; на операции страхования в — табл. 104.

⁵ В Германии, Великобритании, Франции до введения евро действовали оговорки по эмиссионным операциям: нерезиденты не могли быть организаторами эмиссий ценных бумаг с номиналом в местных валютах, в Великобритании ограничивалось предоставление нерезидентами посреднических услуг на рынке первоклассных долговых государственных обязательств (брокерские и дилерские услуги на бирже). Впоследствии такие ограничения в Германии были устранены за исключением общеизвестной Директивы ЕС 85/611 / ЕЕС, устанавливающей, в частности, что депозитарий компании для коллективных инвестиций в обращающиеся ценные бумаги (UCITS), должен иметь зарегистрированный офис в том же

Оговорки, оставшиеся в ЕС

Открытость стран ЕС по счету капитала стабильно высока. Согласно индексу КАОРЕН¹ средний в ЕС уровень открытости в 2013 г. составлял 2,08 (максимально возможный — 2,39), по ОЭСР — 1,91, по НАФТА — 1,96, по ЕАЭС — 0,1, по АСЕАН — (-0,24). Большинство оставшихся оговорок — в следующих областях: прямые инвестиции (создание предприятий, участие в них), операции с депозитами, ссуды на срок более пяти лет, сделки с недвижимостью, покупка нерезидентами ценных бумаг на внутреннем рынке; операции резидентов с финансовыми инструментами за границей².

2.2.5. Трансграничное движение капитала в НАФТА

НАФТА — Зона свободной торговли с 1994 г. (Канада, Мексика, США, страны — члены ОЭСР подписали Кодексы либерализации рынков капиталов и невидимых операций). Главная задача — либерализация торговли, в том числе финансовыми услугами. Задача либерализации счета капитала решена в гл. 11 НАФТА (Chapter 11 «Investments», NAFTA).

Эта глава, в частности, результат обеспокоенности инвесторов из США и Канады относительно угроз экспроприации их инвестиций в Мексике. Она содержит положения об ответственности стран НАФТА в отношении своих обязательств по трансграничным инвестициям. Определяется арбитражный механизм (в том числе «трибунал» НАФТА), в рамках которого инвестор из стран НАФТА может подать иск на другую страну, нарушившую свои обязательства в части инвестиций³. *Защита иностранных инвесторов* — краеугольный камень концепции либерализации счета капитала в странах НАФТА.

Действует ряд оговорок, ограничивающих свободу движения капитала. Для Канады и США введены оговорки по операциям прямого инвестирования нерезидентов и операциям с ценными бумагами⁴. По остальным — оговорки отсутствуют. В Мексике — оговорки по кредитам, депозитам, прямым инвестициям нерезидентов.

В 1994 г. в среднем на одну страну НАФТА приходилось 1,5 ограничения. Это меньше, чем в ЕС (2,0) и по ОЭСР (1,9). Ограничения в основном представлены Мексикой (без учета Мексики — 0,7)⁵.

государстве — участнике ЕС, что и у управляющей компании или должен быть учрежден в государстве — участнике ЕС, если его зарегистрированный офис находится в другой стране ЕС. В Великобритании сохраняются оговорки по предоставлению услуг по обслуживанию платежей нерезидентами, по андеррайтингу и брокерским/дилерским услугам.

¹ Индекс рассчитывается по данным таблицы ограничений по операциям по счетам капитала в 182 странах в Ежегодном отчете IMF по валютным режимам и ограничениям на валютно-обменные операции (AREAER). http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm.

² Перечень действующих оговорок по странам ЕС (выборочно) в разрезе 16 видов операций по классификации ОЭСР представлен в табл. 68—78 Отчета по 1-му этапу.

³ Примеры исков см. на сайте Секретариата НАФТА: <https://www.nafta-sec-alena.org/Home/Dispute-Settlement/Overview-of-the-Dispute-Settlement-Provisions>.

⁴ См. аналитическую таблицу по распределению оговорок по видам операций по счету капитала 34 стран ОЭСР, 10 базовых и 30 подвидов операций в разрезе резидентов-нерезидентов, видов сделок, охватывающих все действующие оговорки, табл. 57 Отчета по 1-му этапу.

⁵ Рассчитано по данным Кодекса либерализации рынков капиталов ОЭСР, Приложение В. При этом определяется количество операций по странам НАФТА, проведение которых допускается с вклю-

2. Очерки интеграции финансовых рынков: как это делается

Отличительная особенность НАФТА — двукратной перевес ограничений, накладываемых на операции нерезидентов, над ограничениями по операциям резидентов. Особенности:

— *входящие прямые инвестиции*: ограничения по отраслям, в США — транспорт, связь, в Мексике — крупные компании, финансовые институты, сфера образования, транспорт, сельское хозяйство, нефтепродукты, радио и телевизионное вещание (участие иностранцев — до 49%);

— *операции с недвижимостью*: ограничения только в Мексике — для нерезидентов (приобретение недвижимости за пределами 100-километровой полосы от мексиканской наземной границы и 50-километровой полосы от побережья Мексики), для резидентов — покупка или строительство недвижимости за рубежом пенсионными фондами и страховыми компаниями;

— *операции с ценными бумагами рынка капитала*: ограничения незначительные. В Мексике и Канаде определяются законами о прямых инвестициях (приобретение долевых ценных бумаг). В США касаются сектора менее надежных ценных бумаг нерезидентов (выпуск и размещение) — малых и средних компаний. Для резидентов в Мексике запрещена покупка страховыми компаниями и пенсионными фондами ценных бумаг, номинированных в иностранной валюте (за рядом исключений);

— *остальные операции*: ограничения только в Мексике. Это — операции с ценными бумагами денежного рынка, коллективных инвестиций¹, по предоставлению финансовых кредитов и ссуд, займов, предоставляемых страховыми и пенсионными компаниями нерезидентам².

2.3. Международные финансовые центры в интеграции финансовых рынков

2.3.1. МФЦ: интеграционные возможности

МФЦ — особый рыночный механизм управления, привлечения и перераспределения финансовых потоков, место сосредоточения финансовых институтов и инфраструктуры.

По особенностям финансовых моделей, способов концентрации финансовой активности, по специализации, системам регулирования выделяют разные типы МФЦ: глобальные, международные, нишевые, национальные и региональные центры³. Различают МФЦ «в узком смысле» (льготами пользуются только профессиональные финансовые институты по операциям с нерезидентами, имеют четко очерченные институциональные и правовые рамки) и *офшорные финансовые центры* (налоговые льготы получают как финансовые, так и нефинансовыми

в названный Кодекс оговорками. Среднее значение на одну страну — среднее значение взвешенного количества оговорок, приходящихся на одну страну. Взвешенное количество оговорок — отношение количества фактически введенных оговорок к операциям по странам НАФТА к количеству возможных оговорок по данным странам, разрешенных положениями Кодекса.

¹ В части допуска ценных бумаг нерезидентов на национальный рынок и по операциям с депозитными счетами.

² Приложение В к Кодексу либерализации рынков капиталов ОЭСР.

³ Подробнее о видах МФЦ см.: Yandle M., Knapp A., Mainelli M., Harris I. The Global Financial Centre Index — 3. Z/Yen Group. March 2008. P. 15—17.

нансовые компании, слабый контроль за входом и операциями на рынке, отсутствие валютного контроля, свобода перемещения капиталов и т.д.).

Разновидность МФЦ «в узком смысле» — специализация города, института, созданного под определенной юрисдикцией, самой юрисдикции (как правило, небольших) на определенном виде международных операций (например, Люксембург — рынок облигаций, Люксембург и Женева — управление инвестиционными фондами).

МФЦ «в широком смысле» — крупные города с масштабными финансовыми рынками и развитой инфраструктурой, имеющие существенную долю в общемировых финансовых рынках, при концентрации в них как крупных национальных рынков, так и значительных по масштабам рынков с участием финансовых институтов — нерезидентов и обращением иностранных финансовых инструментов (при обеспечении свободных движения капиталов, обмена валют, репатриации прибылей). Примеры — Нью-Йорк, Чикаго, Лондон, Франкфурт, Париж, Токио, Сингапур, Гонконг.

Для МФЦ офшорный финансовый центр, МФЦ — страна (юрисдикция), оказывающая финансовые услуги нерезидентам в масштабах, не сопоставимых с размерами национального финансового рынка¹.

Используя передовые информационно-аналитические и организационно-управленческие комплексы, кредитный потенциал, МФЦ выступают важным механизмом интеграции финансовых рынков.

Одной из функций МФЦ является выработка и реализация долгосрочной стратегии укрепления и распространения сложившейся финансовой системы, формирование деловых традиций и «правил игры» в рамках интегрируемых финансовых рынков. Опыт развития МФЦ-лидеров представлен ниже.

2.3.2. Лондон

МФЦ Лондона — глобальный финансовый центр². Цель — продвижение Лондона в этом качестве, развитие британской сферы финансовых и сопутствующих услуг.

Стратегия развития — обеспечение доступа на европейский рынок иностранных инвесторов, интеграция с панъевропейскими и мировыми электронными торговыми системами и компаниями по развитию информационных технологий, создание открытого входа для торговли на мировых площадках, доступ к базам данных, мировой расчетно-учетной инфраструктуре.

Интегрированная финансовая инфраструктура включает группу LSE (LSE, Borsa Italiana, MillenniumIT и др.)³. MillenniumIT — компания по развитию бир-

¹ Zoromé A. Concept of Offshore Financial Centres: in Search of an Operational Definition / IMF. Working Paper WP/07/87. 2007.

² По отдельным позициям занимает первое-второе место в сравнении с МФЦ в Нью-Йорке.

³ Группа выступает оператором международных рынков акций, облигаций, деривативов, в том числе через MTS — крупнейшую европейскую торговую систему для бумаг с фиксированной доходностью. Панъевропейская платформа по торговле акциями служит доступу на европейский рынок иностранным инвесторам. Millennium Information Technologies (MIT) — компания, зарегистрированная в Шри-Ланке и развивающая информационные технологии.

2. Очерки интеграции финансовых рынков: как это делается

жевых информационных технологий¹. Депозитарно-клиринговая и расчетная инфраструктура представлена интернациональными организациями, специализирующимися на панъевропейском рынке².

Территориально МФЦ Лондона — небольшая историческая часть Лондона Square Mile с благоприятными условиями для ведения международного бизнеса. Управляется специально созданной некоммерческой, нечленской организацией — The City of London Corporation (муниципальная администрация лондонского Сити).

Отличительная особенность — универсальная специализация с высокой концентрацией на территории финансовых ресурсов и институтов. Представлены: все типы институтов; инструментов и финансовых услуг³; дифференцированная система листинга⁴.

Место МФЦ в Лондоне на мировом финансовом рынке⁵:

— ведущий экспортер финансовых услуг в мире: сальдо торгового баланса — 71 млрд долл. в 2013 г. (для сравнения: США — 27 млрд долл., Люксембург — 22, Швейцария — 21, Гонконг — 13, Сингапур — 12);

— глобальный банковский центр — 4-й по величине в мире (10,9 трлн долл. в 2013 г.);

— лидер по валютным операциям — 41% мировой торговли валютой (объем торговли долларами США в два раза больше, чем в самих США);

— отрасль страхования крупнейшая в Европе и третья по величине в мире — 311 млрд долл. (для сравнения: Франция — 242 млрд долл., Германия — 232 млрд);

— крупнейшая ассоциация профессиональных институтов — более 1 млн участников, из них — 1/5 часть — за рубежом;

— второй по величине в мире центр юридических услуг. Три из пяти крупнейших мировых организаций (по численности сотрудников) базируются в Лондоне;

— активы под управлением — 5,4 трлн GBP (второе место в мире — 2012 г.), активы пенсионной системы — 10% от всех активов в мире;

— более 500 иностранных компаний в Лондоне (листинг в сегменте Main Market, LSE, котировки в сегменте AIM), больше чем у NISE и NASDAQ.

¹ Группа обеспечивает предоставление современных технологий, связанных с работой с БД в сотрудничестве с Sedol, Unavista, Proquote and RNS, совершенствует технологии доступа к более чем 250 000 международно торгуемых акций, облигаций, других активов. <http://www.lseg.com/investor-relations>.

² Является составной частью группы в виде: CC&G (Cassa di Compensazione e Garanzia), выполняет функции центрального контрагента по всему спектру торговых систем и инструментов; Monte Titoli — значительный по объемам в Европе бизнес по осуществлению расчетов. Группа — основной собственник глобальной клиринговой системы Cleagnet по широкому перечню активов (акции, облигации, другие бумаги с фиксированным доходом, сырьевые активы с котировками на организованных рынках, внебиржевые кредитные, процентные, валютные свопы, биржевые деривативы).

³ Все виды финансовых продуктов и операций, вспомогательные сопроводительные услуги — юридические, аудиторские, бухгалтерские, экспертиза и оценка акций при размещении (мировой лидер по экспорту финансовых услуг, валютным операциям (41% мировой торговли валютой), банковскому кредитованию).

⁴ Глобальные депозитарные расписки, размещение иностранных акций на LSE. Прослеживается специализация по размещению — отрасли цветных и драгоценных металлов, добыча нефти и нефтехимия.

⁵ Annual Report and Accounts. TheCityUK, 2014. P. 12, 31.

Конкурентные преимущества лондонского Сити как мирового финансового центра — сбалансированный налоговый режим, системы регулирования, привлечение квалифицированной рабочей силы¹.

Налоговые режимы

Система налогообложения компаний по финансовым услугам в Великобритании предусматривает *19 видов налогов и сборов*, уплачиваемых непосредственно компанией от своего имени и *шесть видов*, уплачиваемых в качестве налогового агента. Налоговая нагрузка на финансовые институты высока (39-57% от прибыли до налогообложения)².

Налоговые льготы не отличаются разнообразием, а налоговые ставки часто пересматриваются³. Льготы направлены на стимулирование притока иностранных инвестиций на национальный финансовый рынок, отчасти — на развитие трансграничных операций⁴. Льготы даются по большинству налогов, часть льгот — для нерезидентов⁵.

«Идеология» налоговых льгот — поддержание конкурентоспособности по ключевым налогам для бизнеса без предоставления особых преференций или ограничений для нерезидентов и финансовых институтов, введение особых льготных режимов для законодательно установленных, специально выделенных схем (механизмов) ведения бизнеса и инвестирования.

Для каких «специальных схем (механизмов)» созданы льготные режимы? В их состав входят:

I. Общие схемы: схема для компаний малого и среднего бизнеса (The SME scheme), схема стимулирования НИОКР (R&D Tax Credit Schemes), Share Incentive Plans (SIPs); механизм налоговой поддержки для компаний-нерезидентов (Tax Support for Overseas Businesses Investing in the UK) службы поддержки иностранных инвестиций (Inward Investment Support Service).

II. Инвестиционные схемы (Investment Schemes) — бизнес: схема инвестиций в компании (Enterprise Investment Scheme, EIS); схема инвестиций в компании на посевной стадии (Seed Enterprise Investment Scheme, SEIS); схема венчурного ка-

¹ Taxation of the Financial Services Sector in the UK Predictability and Competitiveness (Report prepared for the City of London Corporation by CRA International Published October 2010). P. 8. Опубликовано: www.cityoflondon.gov.uk.

² Подробная статистика налогов от финансового сектора в Великобритании, включая динамику налоговых поступлений, их структуру, налоговую нагрузку, усредненную структуру налоговых платежей финансового института в МФЦ Лондона см. на рис. 4—8 и комментариях к ним в Отчете по 2-му этапу.

³ Система налогов в МФЦ Лондона для физических и юридических лиц, предоставляющих финансовые услуги (виды налогов/плательщики, ставки, объект налогообложения, льготы), подробно представлена в табл. 6 Отчета по 2-му этапу.

⁴ Из налогов, являющихся прямыми расходами финансовых институтов и имеющих наибольший вес, предоставлены льготы по: корпоративному налогу, налогу на перемещенную прибыль, банковскому налогу, налогу на коммерческую недвижимость (отдельно — для нерезидентов), гербовому сбору (земельному налогу), НДС. Не имеют существенных льгот, в том числе для нерезидентов: гербовые сборы на покупку акций; подоходные налоги; национальные страховые взносы работодателей. Форма налоговых льгот — широкий перечень: уменьшение налогооблагаемой базы; освобождение от уплаты налога, снижение ставок.

⁵ См. табл. 6 Отчета по 2-му этапу.

питала (Venture Capital Scheme, VCS); схема коллективных инвестиций (Collective Investment Scheme, CIS); Authorised Contractual Scheme, ACS): (1) товарищество с ограниченной ответственностью и прозрачной системой налогообложения (tax transparent limited partnership) и (2) — схемы совместной собственности (co-ownership); налоговые освобождения для социально ориентированных инвестиций (Social Investment Tax Relief); налоговые схемы для признаваемых фондовых бирж (Recognised Stock Exchanges).

III. Инвестиционные схемы (Investment Schemes) — частные инвесторы: розничные инвестиционные соглашения (Retail Investment Arrangement); новые индивидуальные сберегательные счета — NISA (New Individual Savings Account), индивидуальные сберегательные счета — ISA (Individual Savings Account) или личный план инвестиций в акции — PEP (Personal Equity Plan); налоговые освобождения для предпринимателей (Entrepreneurs' Relief); налоговый вычет на торгуемые еврооблигации (Quoted Eurobond Exemption).

IV. Механизмы: AIM (Alternative Investment Market): для индивидуальных инвесторов, квалифицированных инвесторов (фондов), иностранных компаний; в системе EIS, VCT, SEIS.

Для каждой из схем (механизмов) предусмотрен свой набор налоговых льгот¹, нерезидентам — на общих основаниях. Предоставлена возможность оптимизации налогообложения через офшорные финансовые центры — схемы доступа к финансовому рынку МФЦ Лондона (в том числе на AIM²), что позволяет эмитентам-нерезидентам производить налоговую оптимизацию.

С 2010 г. высказываются серьезные опасения по поводу снижения конкурентоспособности Лондона как МФЦ из-за ужесточения налоговой политики³.

Благоприятный (неналоговый) режим: а) возможность создания бизнесов со 100%-ным иностранным капиталом (в ряде стратегических отраслей — одобрение уполномоченного государственного органа); б) отсутствие валютного контроля, торговых барьеров и квот, ограничений на репатриацию капитала; в) отсутствие требований по найму местных кадров: $\frac{2}{3}$ занятых в отрасли работают за пределами Лондона⁴, самый большой штат квалифицированных иностранных специалистов; г) возможность сделок в иных валютах. Прозрачность операций, их удобные стандарты. Действенная система надзора и противодействия легализации преступных доходов, д) традиции, английский язык, качество сервисов и инфраструктуры и т.п.

Особенности системы регулирования

Двухъядерная модель регулирования МФЦ⁵

1. Управляющая организация МФЦ — The City of London Corporation (CLC) (муниципальная администрация лондонского Сити). Назначение — укрепление

¹ Инвестиционные схемы и механизмы, используемые в интересах льготного налогообложения и связанные с ними налоговые льготы, подробно представлены в табл. 8 Отчета по 2-му этапу.

² Такая конструкция типична для МФЦ Лондона в целом, однако ввиду упрощенной системы регулирования на AIM она формирует наиболее благоприятный режим для нерезидентов.

³ См. табл. 6 Отчета по 2-му этапу.

⁴ Annual Report and Accounts, TheCityUK, 2014. P. 12.

⁵ В описании использованы материалы А. А. Сахарова.

репутации Лондона как финансового и делового центра, операционная деятельность по управлению и развитию МФЦ.

Структурное подразделение — Офис экономического развития (Economic Development Office, EDO), влияет на формирование ключевых политических решений в области финансовых рынков в Великобритании и за ее пределами, определяет стратегии развития МФЦ, инициирует пилотные проекты, выстраивает партнерские отношения с другими МФЦ и участниками, координирует работу различных субъектов по развитию конкурентных преимуществ Лондона, управляет TheCityUK.

2. TheCityUK (2010) — независимая и политически нейтральная членская организация, результат объединения International Financial Services London (IFSL) и Financial Services Sector Advisory Board (FSSAB)¹. Создана для рекламы конкурентных преимуществ МФЦ Лондона и британской индустрии финансовых услуг².

Политика развития МФЦ разрабатывается в документах: Местный план (Local Plan) (2015), План развития Лондона (London Plan); дополнительные плановые документы. Анализ политик развития — см. ниже (рис. 2.4).

Основной документ (Local Plan) охватывает комплексное развитие City как территории до 2026 г.³ (табл. 2.28). Задача — координация стратегий развития CLC, ее партнеров, агентств и государственных органов с учетом прогнозируемых изменений в экономике, занятости, транспорте, экологии.

Таблица 2.28. Структура Местного плана (Local Plan)¹

Основные разделы	Характеристика
<i>Раздел 2. Территориальное развитие (Spatial Strategy, Vision and Strategic Objectives)</i>	
1. Мировой финансовый и бизнес-центр	Офисы, коммунальная инфраструктура, охрана и безопасность
2. Ключевые районы (Key City Places)	Муниципальные районы города
3. Культура и благотворительность	Дизайн, исторические и туристические места
4. Окружающая среда	Устойчивое развитие, изменение климата, выбросы углекислого газа, энергосберегающие технологии и др.
5. Сообщества	Открытые пространства, отдых, розничная торговля, дома и строительство, социальная инфраструктура
<i>Раздел 3. Стратегия реализации</i>	
Политики территориального развития	22 направления, с отдельными стратегиями, дополнительные плановые документы

¹ City Of London Local Plan, Adopted 15th January 2015 (<http://www.cityoflondon.gov.uk/services/environment-and-planning/planning/planning-policy/local-plan/Pages/default.aspx>).

¹ Являлся структурным подразделением UK Trade and Investment (UKTI).

² City of London Economic Development Office / City of London Brochure, 2009. August 17. P. 5.

³ Представляет собой обобщенное видение стратегии CLC, целей и политик для планирования его будущего, включая территориальную компоненту.

2. Очерки интеграции финансовых рынков: как это делается

Планы развития МФЦ Лондона (Square Mile, City): эволюция

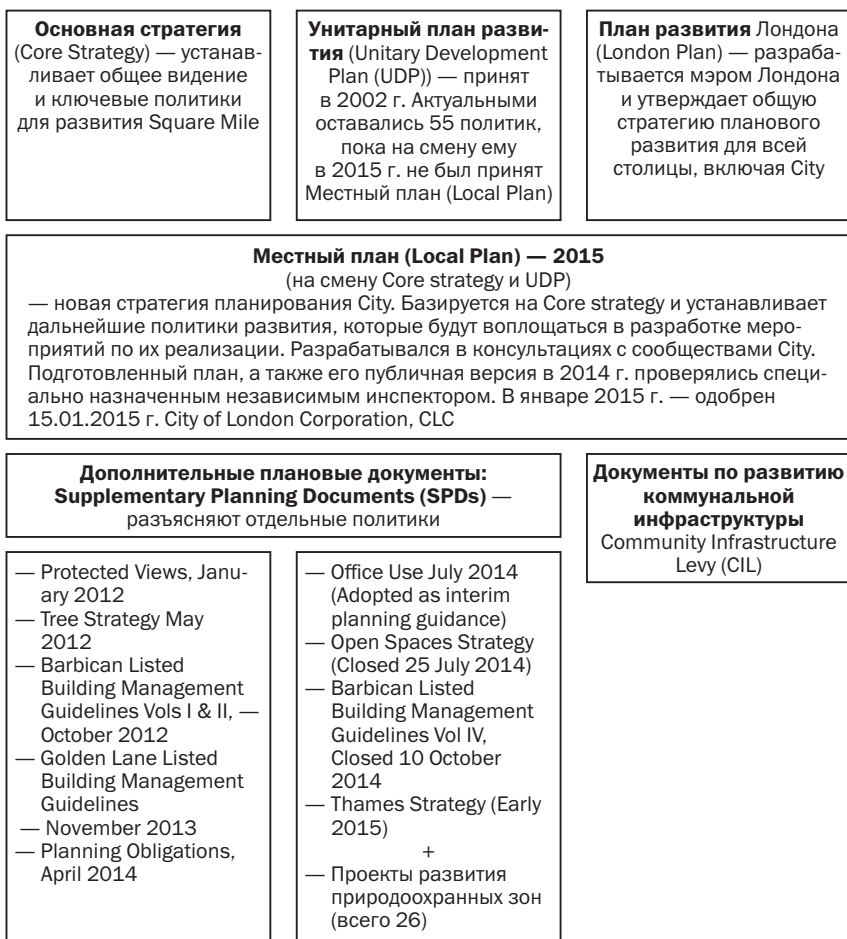


Рис. 2.4. Планы развития МФЦ Лондона (Square Mile, City): эволюция

Источник: LOCAL PLAN bulletin, October 2014. Опубликовано: www.cityoflondon.gov.uk.

2.3.3. Сингапур

За 30 лет Сингапур стал одним из крупнейших финансовых центров мира — в рейтинге GFCI он прочно занимает 4-е место (в 2008—2010 гг. — 3-е место) после Лондона, Нью-Йорка и Токио (в 2015 г. — Гонконга).

МФЦ Сингапура специализируется на следующем:

— валютные операции (4-й рынок в мире, 5,7% мирового среднегодневного оборота¹);

¹ Triennial Central Bank Survey. Foreign Exchange Turnover in April 2013: Preliminary Global Results. Bank for International Settlements, September 2013.

2.3. Международные финансовые центры в интеграции финансовых рынков

— офшорный банковский сектор (10% мировых офшорных активов¹) — развивался в рамках Азиатского долларového рынка (ADM)², на котором действовали АСУ³ (их активы — 250% ВВП, активы иностранных банков — 70% активов всех банков)⁴;

— один из крупнейших рынков валютных и процентных внебиржевых деривативов (8-е место в мире, 2-е — в Азии⁵); рынок расчетных форвардных контрактов (NDF) в иностранных валютах (юань, корейская вона) для стран Азии (кроме Японии)⁶;

— крупнейший в Азии центр управления активами (80% средств — привлекаются и инвестируются вне Сингапура)⁷;

— один из крупнейших центров управления частными активами (Private Banking) (2-й после Швейцарии)⁸;

— ведущий центр перестрахования в Азии (из 25 крупнейших перестраховщиков 16 имеют региональные офисы в Сингапуре), специализированного страхования (морское, энергетическое, политические и кредитные риски), страховых брокеров (четыре из пяти крупнейших имеют региональные офисы в Сингапуре)⁹.

Для Сингапура развитие финансового сектора стало не только частью экономической политики, но и ключевой специализацией страны (доля финансового сектора выросла с 4 до 13% ВВП в 1960—2014 гг.)¹⁰, одним из двигателей экономики, позволивших сохранить ее конкурентоспособность и высокие темпы роста после фазы индустриализации, преодолеть присущие ограничения (небольшие размеры и отсутствие природных ресурсов, ограниченные возможности расширения производства).

Ключевые факторы успешности Сингапура как МФЦ

Политика развития МФЦ, интегрированная в общую экономическую политику, высокая роль государства. С конца 1960-х гг. развитие МФЦ в Сингапуре — один из

¹ Global Wealth 2015: Winning the Growth Game. Boston Consulting Group. June 15, 2015.

² Asian Dollar Market (ADM) — базирующийся в Сингапуре (в противовес рынку в Европе) рынок в основном краткосрочных депозитных обязательств и кредитов (впоследствии также долговых обязательств и акций), номинированных в долларах и других иностранных валютах.

³ АСУ — подразделение банка или иного финансового института для операций на рынке ADM в иностранной валюте (кроме сингапурского доллара), ведущее обособленный учет и использующее льготные условия регулирования и налогообложения.

⁴ Singapore Financial System Stability Assessment. IMF Country Report No. 13/325. IMF, November 2013. P. 9.

⁵ Triennial Central Bank Survey. Foreign Exchange Turnover in April 2013: Preliminary Global Results. Bank for International Settlements, September 2013.

⁶ Park Y. Developing an International Financial Center to Modernize the Korean Service Sector. Korea Economic Institute. Academic Paper Series. October 2011. P. 6; NDF (Non-Deliverable Forwards) — синтетические беспоставочные форвардные контракты на иностранную валюту, не являющуюся свободно конвертируемой или торгуемой с низкой ликвидностью (для хеджирования или спекулятивной торговли). См.: NDF Product Description. ICAP. 2013.

⁷ По данным MAS.

⁸ Global Private Banking and Wealth Management Survey. Navigating to Tomorrow: Serving Clients and Creating Value. PWC. June 2013. P. 18.

⁹ Menon R. Singapore as a Global Insurance Marketplace. Keynote Address. 12th Singapore International Reinsurance Conference on 6 November 2013.

¹⁰ По данным Department of Statistics Singapore.

приоритетов экономической политики, важнейшая часть программ развития и стратегии «финансовой модернизации»¹, в основе которых превращение Сингапура из торгового центра в ведущий финансовый центр, центр логистики, инноваций и бизнес-услуг².

Система управления МФЦ. Специализированное государственное агентство (Совет по экономическому развитию — Economic Development Board³) осуществляет: 1) планирование и реализацию стратегии развития Сингапура как глобального бизнес-центра (МФЦ — один из этапов развития страны); 2) действует по принципу «одного окна» для привлечения и поддержки иностранных и местных инвесторов в секторе услуг и производственном секторе (выдача разрешений для иностранных компаний, получение налоговых льгот и др.); 3) взаимодействие с инвесторами и другими государственными агентствами.

С 1997 г. функции по развитию МФЦ официально были приняты финансовым мегарегулятором MAS, напрямую предоставляющим часть льгот на финансовом рынке (см. ниже).

Отсутствие валютных ограничений и ограничений по счету капитала. Большинство ограничений на финансовые потоки и операции нерезидентов были сняты в 1978 г.; отдельные ограничения на участие нерезидентов в финансовых институтах страны постепенно снимались в 1990—2000-е гг.

Ставка на офшорный банковский сектор — Азиатский долларový рынок. В условиях небольшой и открытой экономики Сингапур стимулировал в первую очередь развитие офшорного, а не внутреннего банковского сектора. Для развития АДМ было введено разделение международных и внутренних операций банков через ACU и DBU⁴, участие иностранных банков на офшорном рынке ACU поощрялось, а на внутреннем рынке (в DBU) — административно ограничивалось⁵.

Объем активов ACU вырос с 2 до 322% ВВП в 1970—1990 гг. Сокращение темпов роста офшорного рынка⁶, укрепление сингапурского доллара способствовали росту доли активов DBU по отношению к активам ACU. В 2013 г. активы ACU превышали ВВП в 2,5 раза, активы DBU — в 2,6 раза.

Успешность офшорного сектора в Сингапуре обусловлена: а) наличием спроса, давшего необходимую ликвидность (в 1960—1970-е гг. в Азии присутствовали значительные объемы иностранной валюты и потребности в финансиро-

¹ Заключается в быстрой «финансиализации», финансовом развитии экономики; настройке ключевых параметров, механизмов, инструментов на стимулирование роста и модернизации. В 1960—2014 гг. уровень ВВП на душу населения Сингапура вырос с 428 долл. до 56 тыс. долл. США, а средний ежегодный темп роста экономики Сингапура составил 7,6%.

² До 1980—1990-х гг. — ориентация на экспортные производства с высокой добавленной стоимостью, высокотехнологичные производства.

³ Создано в 1961 г. для привлечения в Сингапур иностранных инвесторов.

⁴ DBU — подразделение для операций в сингапурских долларах (внутренний рынок), несущее полный объем регулятивной нагрузки.

⁵ Для иностранных банков действовали лимиты кредитования резидентов в сингапурских долларах, запрет на прием сберегательных депозитов от резидентов в сингапурских долларах, ограничение количества отделений, банкоматов и др. См.: *Tan K. G., Chen K. Singapore's Dichotomized Financial System // Rising to the Challenge of Asia: a Study of Financial Markets. September 1999. P. 99.*

⁶ Один из факторов — введение в начале 90-х гг. Базельских требований к достаточности капитала банков, что стало сдерживать рост активов глобальных банков. Цит. по: *Tan K. G., Chen K. Op. cit. P. 113.*

2.3. Международные финансовые центры в интеграции финансовых рынков

вании растущих экономик региона, АДМ предоставил возможности их размещения внутри региона, с более низким минимальным порогом для открытия депозита, чем на европейском долларовом рынке)¹; б) налоговыми льготами (см. ниже) и упрощенным регулированием АСУ (без резервирования средств и страхования вкладов, с минимальными нормативами ликвидности; без ограничений на перевод средств между АСУ и DBU).

Налоговый режим МФЦ. Создана конкурентоспособная система налоговых льгот для финансового сектора (в том числе для финансовых институтов — нерезидентов и трансграничных операций) и экономики в целом. В 1960—2015 гг. ставки налога на прибыль снизились с 40 до 17%, подоходного налога — до 20%².

Условия для получения налоговых льгот на финансовом рынке компании — регистрация в Сингапуре/лицензия MAS или соответствие требованиям по объемам деятельности, бизнес-расходам в Сингапуре, минимальному количеству специалистов и др. Ключевые налоговые льготы для развития МФЦ представлены ниже (табл. 2.29)³.

Таблица 2.29. Система налоговых льгот для финансового сектора в Сингапуре (1970—2015 гг.)

Получатели	Виды налоговых льгот
Нерезиденты — физические и юридические лица	Освобождение от уплаты налога на процентные доходы у источника, дохода по исламским долговым ценным бумагам, по фондам недвижимости (для компаний-нерезидентов). Освобождение от налога (льготные ставки 5—10% в отдельные периоды) по доходам от офшорных фондов (управляющая компания — в Сингапуре; не на 100% принадлежат сингапурским резидентам; не имеют присутствия в Сингапуре), фондов-резидентов, фондов с активами не менее 50 млн сингапурских долларов, венчурных фондов
АСУ	Льготные ставки (5—10%) или налоговые каникулы по процентным доходам по внешним кредитам, синдицированным в Сингапуре, по доходам от операций с ценными бумагами в иностранной валюте и от иностранных инвестиций. Освобождение от гербового сбора для офшорных кредитных соглашений и операций с ценными бумагами в иностранной валюте
Управляющие компании	Льготные ставки (5—10%) по доходам управляющих, операциям с акциями, облигациями, деривативами, по доходам от кредитования ценными бумагами, номинированными в иностранной валюте
Развитие торговли деривативами	Льготные ставки (5—10%) на доходы от международного трейдинга товарными и финансовыми деривативами, в том числе онлайн-трейдинга

¹ Источники средств АДМ — межбанковские депозиты (сингапурские и иностранные банки), средства международных и региональных компаний, физических лиц — нерезидентов. Размещение средств — кредиты международным корпорациям и транснациональным компаниям и банкам для финансирования инвестиций, экспортных операций и др. (географическая структура — в основном Юго-Восточная Азия, Европа и Америка). См.: *Emery R. F. The Asian Dollar Market. 1975. P. 5, 18, 23.*

² Повышение подоходного налога с 2012 г. (до этого — 17%), с 2018 г. — до 22%.

³ Подробнее о системе налоговых льгот в Сингапуре, в том числе для развития финансового сектора см.: *Миркин Я. М., Кудинова М. М., Левченко А. В., Бахтараева К. Б., Жукова Т. В. Финансовые стратегии модернизации экономики: мировая практика: монография / под ред. Я. М. Миркина. С. 200—207.*

Получатели	Виды налоговых льгот
Страховые компании	Льготные ставки (5—10%) по доходам от страхования и перестрахования офшорных рисков, процентов и дивидендов, полученных вне Сингапура, прибыли от офшорных инвестиций и процентов от АСУ
Финансовые и казначейские центры (Finance and Treasury Centre — FTC). Головные офисы международных компаний	Для FTC (компании, осуществляющие в Сингапуре управление активами и денежными потоками связанных с ними иностранных компаний, расположенных вне Сингапура ¹) — по доходам, полученным от дочерних и связанных компаний (доля — не менее 25%) за предоставление услуг и выполнение «разрешенных» видов деятельности; по процентам, дивидендам и приросту курсовой стоимости от операций с ценными бумагами, валютой и деривативами. Для головных офисов (Headquarters Incentives) — льготная ставка 5—15% по доходам

¹ Требования к компаниям (FTC): ежегодные совокупные затраты не менее 750 тыс. сингапурских долларов, три специалиста в штате, три вида услуг, предоставляемых трем или более связанным компаниям. Виды услуг: консультационные услуги по корпоративному финансированию, организация кредитных схем для средств, полученных от финансовых институтов в Сингапуре или от связанных компаний; предоставление гарантий, аккредитивов; сделки с деривативами; управление средствами связанных компаний вне Сингапура для инвестирования; управление кредитами; общее управление, бизнес-планирование и координация и др. См.: Finance and Treasury Centre Award. EDB Singapore; Singapore Tax Incentives. Rivkin, 2014.

Источники: данные Inland Authority of Singapore, Economic Development Board, MAS и др.

Правовые, макроэкономические, регулятивные условия и инфраструктура для развития МФЦ:

- эффективная система финансового регулирования, технологичная расчетно-клиринговая и платежная инфраструктура;
- англосаксонская правовая система, сильная судебная защита;
- политическая и экономическая стабильность, осторожная финансовая политика (низкий процент, стабильная валюта, сбалансированный бюджет, значительные международные резервы); политика ограничения международного использования сингапурского доллара, направленная на сохранение стабильности валюты и предотвращение ее роста, не обеспеченного соответствующим развитием экономики;
- наличие кластерных точек роста экономики (сначала экспортные производства, затем локализация офисов международных компаний и выход национальных компаний за рубеж), создающих приток масштабных иностранных инвестиций и спрос на услуги МФЦ, притягивающих иностранные компании, технологии и кадры;
- значительные инвестиции в сектор образования, исследования и инновации, в развитие социальной, транспортной, IT-инфраструктуры.

Уникальное стратегическое расположение и часовой пояс. После создания ADM в 1968 г. Сингапур стал промежуточной точкой между банковскими рынками Европы и Америки, «впервые в истории обеспечив глобальное круглосуточное банковское обслуживание»¹.

¹ Ли Куан Ю. Из третьего мира — в первый. История Сингапура 1956—2000. С. 57.

Перспективы дальнейшего развития МФЦ Сингапура связаны с будущей динамикой экономики страны, способностью правительства преодолеть ее проблемы (старение населения, замедление экономического роста, ограниченность ресурсов, цикличность, заносимая извне, конкуренция со стороны других МФЦ Азии), с потенциалом ASEAN как рычага финансовой интеграции, с ростом развивающихся экономик Азии и Африки и их потребностей в инвестициях.

2.3.4. Париж и Монреаль

Опыт Парижа (Франция) и Монреаля (Канада, провинция Квебек) как МФЦ интересен наличием управляющих организаций, специальных режимов участия для нерезидентов (Монреаль) и системой налоговых льгот.

В рейтинге GFCI Париж и Монреаль занимают относительно невысокие позиции. Сохранение высокой налоговой нагрузки¹, усиление регулятивной нагрузки в ЕС и G-20, рост конкуренции со стороны других европейских и азиатских центров привели к снижению рейтинга Парижа в GFCI (с 11-го до 37-го места в 2007—2015 гг.), но его роль в экономике и на финансовом рынке ЕС практически не изменилась (см. ниже). Рейтинг Монреаля в 2007—2015 гг. вырос с 21-го до 17-го места при увеличении общего числа городов в рейтинге GFCI в 2 раза (с 46 до 84 городов). В рейтинге Xinhua Dow Jones IFCDI Париж и Монреаль занимают 7-е и 29-е место.

Париж

Развитие МФЦ в Париже, его роль обусловлена:

- значимостью одной из крупнейших агломераций в Европе по объему экономики и численности населения (4-е место в Европе);
- высокой концентрацией международного бизнеса (3-е место в мире по числу головных офисов компаний Fortune 500) и иностранных инвестиций (40% акций компаний, входящих в индекс CAC, 40 и 60% государственных облигаций Франции принадлежат нерезидентам²);
- развитым финансовым рынком — концентрация ведущих управляющих компаний (четыре из 25 крупнейших в мире), банков (четыре из топ-10 крупнейших банков Европы), инвестиционных банков (три из пяти крупнейших европейских банков), крупнейшая в континентальной Европе биржа — Euronext Paris (2-е место после Лондона по капитализации; 40% капитализации рынков еврозоны), банки-кастодианы (три из 10 крупнейших)³; упрощенные и быстрые процедуры создания инвестиционных фондов и управляющих компаний⁴;

¹ Во Франции корпоративный подоходный налог — 33%, индивидуальный подоходный налог — 45%. Для сравнения: Лондон — 21% и 21%, Сингапур — 17% и 20%.

² Paris Marketplace Committee 2020: Paris EUROPLACE's Proposals to Renew the Attractiveness of the Paris Marketplace and to Sustainably Finance the French Economy. Press Release. Paris EUROPLACE. Paris. January 16, 2014.

³ По данным официального сайта Paris Europlace www.paris-europlace.net.

⁴ 75 дней — для управляющей компании, 21 день — для UCITS и AIF; ускоренная 8-дневная процедура, в том числе для нерозничных фондов; полностью электронная форма. См.: Rameix G. Président de l'Autorité des marchés financiers. Accelerating Structural Reforms and 2020 Project for Financial Centers. Paris Europlace. Tokyo. 25 November 2014.

2. Очерки интеграции финансовых рынков: как это делается

— наличием ключевых кластеров в секторе производства и услуг, способных привлечь иностранные инвестиции¹, международные компании и иностранные кадры; развитой образовательной (3-е место в ЕС по числу студентов, получающих послевузовское профессиональное образование), исследовательской (в области экономики и финансов, финансовых инноваций) и транспортной инфраструктуры.

Париж — один из ведущих финансовых центров еврозоны, базовые направления его специализации как МФЦ представлены ниже (табл. 2.30).

Таблица 2.30. Направления специализации МФЦ Парижа

Направления	Количественные и качественные параметры
Инвестиционные фонды	Крупнейший рынок инвестиционных фондов в Европе (2-е место в мире), в том числе лидер по альтернативным инвестиционным фондам (AIF) ¹ : — объем активов под управлением — 3,2 трлн евро, в том числе инвестиционные фонды (1,6 трлн евро) и индивидуальные счета доверительного управления и иностранные фонды (1,6 трлн евро); всего действует 11 тыс. инвестиционных фондов, из них 8 тыс. альтернативных фондов (930 млрд евро) и 3 тыс. фондов UCITS (670 млрд евро); — число зарегистрированных управляющих компаний выросло с 334 до 634 в 1998—2014 гг. (20% всех управляющих компаний ЕС), в том числе 50% — управляющие AIF; — 75% управляющих компаний имеют иностранных клиентов (их активы — 400 млрд евро)
Деривативы, структурированные продукты, корпоративные облигации	— Деривативы на акции (26% европейского рынка); процентные деривативы (3-е место в мире после Лондона и Нью-Йорка), товарные деривативы (сельскохозяйственные); структурированные финансовые продукты (25% рынка); — корпоративные облигации (33% всех выпусков в еврозоне; 2-е место после Нью-Йорка по облигациям страхового сектора) ²
Прямые инвестиции, малый и средний бизнес (SME)	— 2-й в Европе рынок прямых инвестиций, 5000 инновационных компаний, 75 инкубаторов ³ ; — рынок финансирования SME (Enternext) в рамках Euronext (750 компаний, привлеченный капитал вырос в 2008—2013 гг. с 80 млн евро до 1,15 млрд евро) ⁴
Страхование	4-й в мире рынок страхования, более 460 страховых компаний, один из крупнейших в Европе по объему страховых премий; центр анализа рисков ⁵
Социальные финансы	Центр социально ответственных инвестиций (SRI) — активы под управлением 3,5 млрд евро ⁶
Центр расчетов в юанях	1-е место в еврозоне по коммерческим и финансовым платежам (30% платежей); выпущены облигации французских эмитентов на 10 млрд юаней ⁷

¹ Paris, a Leading AIFM Center for International Investors International Investors Benefit from a Competitive And Transparent AIFMD Practice. Key Figures. Paris Fund Industry, AFG. April 2015.

² Europe 2020 A Driver To Global Growth September 2014. Paris Europlace. September 2014.

¹ Ключевые сегменты экономики Парижа — информационные технологии, аэрокосмическая и оборонная промышленность, экотехнологии, косметическая промышленность, логистика и др.

2.3. Международные финансовые центры в интеграции финансовых рынков

³ Rameix G. Président de l'Autorité des marchés financiers. "Accelerating Structural Reforms and 2020 Project for Financial Centers". Paris Europlace. Tokyo — 25 November 2014; Официальный сайт Paris Region Enterprises — <http://www.paris-region.com/en/about-paris-region/sectors-excellence/financial-services>.

⁴ Europe 2020 A Driver To Global Growth September 2014. Paris Europlace. September 2014.

⁵ Официальный сайт Paris Region Enterprises — <http://www.paris-region.com/en/about-paris-region/sectors-excellence/financial-services>.

⁶ Там же.

⁷ По данным официального сайта Paris Europlace www.paris-europlace.net.

Основные характеристики МФЦ Парижа

Политика развития. Программа развития МФЦ принимается в рамках управляющей организации Paris Europlace, но интегрирована в качестве одной из задач в стратегию развития финансового рынка регулятора AMF (Autorité des marchés financiers)¹.

Система управления, управляющая организация МФЦ. В Париже сложилась уникальная система управления развитием МФЦ, в основе которой управляющая организация и система взаимодействия финансовых институтов, государственных регуляторов, профессиональных ассоциаций и университетов.

Управляющая организация Paris Europlace — коммерческая членская организация, созданная в 1993 г. при участии Банка Франции, Торгово-промышленной палаты Парижа и др. Финансируется за счет членских взносов (более 200 членов — представители регуляторов, финансовых институтов, профессиональных ассоциаций, бизнеса и др.). Paris Europlace имеет право прямого доступа к регулятору (предложения и выражение позиций рынка), обеспечивает взаимодействие между ним и участниками рынка, осуществляет продвижение МФЦ на международном рынке (маркетинг, конференции, представление в делегациях и др.), осуществляет прямую поддержку развития отдельных направлений МФЦ², содействует исследованиям и инновациям на финансовом рынке³.

Помимо управляющей организации, в МФЦ Парижа были созданы следующие структуры: группа Paris Robustesse (в 2005 г., по инициативе Банка Франции) для обеспечения устойчивости финансовой системы и Парижа как финансового центра, Комитет «Paris Marketplace Committee 2020» (состоящий из представителей Europlace, Банка Франции, AMF, финансовых институтов) для восстановления конкурентоспособности финансового рынка Парижа.

Налоговый режим. Во Франции высокий уровень налоговой нагрузки. В МФЦ у Paris Europlace отсутствуют полномочия по администрированию налоговых льгот, нет специальных льгот для нерезидентов. Вместе с тем действует ряд налоговых послаблений (табл. 2.31).

¹ Strategy 2013—2016. Making Finance Matter Again. AMF. 2013.

² Например, спонсирует фонд Emergence, предоставляющий «посевное» финансирование инновационных инвестиционных фондов, управляемых компаниями, зарегистрированными во Франции.

³ Выполняются дружественными исследовательскими организациями.

2. Очерки интеграции финансовых рынков: как это делается

Таблица 2.31. **Налоговые льготы для финансовых институтов и нерезидентов во Франции**¹

Получатели	Виды налоговых льгот
Инвестиционные фонды	Не уплачивают налог на прибыль (фонды SICAV ²), отсутствует регистрационный налог, гербовый сбор, налог на финансовые транзакции с ценными бумагами фондов
Холдинговые компании	Льготы, способствующие регистрации холдинговых и головных структур во Франции (возможность консолидации доходов и расходов при определении налоговой базы по налогу на прибыль для компаний, владеющих более 95% других компаний; вычет 95—100% дивидендов, полученных от дочерних организаций; вычет процентов по займам; нет налога на прирост капитала при продаже долей)
Нерезиденты	Процентные доходы освобождены от уплаты налога у источника
Юридические лица	Налоговый кредит (CICE) в сумме 6% от расходов на оплату труда (кроме заработных плат, превышающих минимальную в 2,5 раза)

¹ По состоянию на март 2015 г.

² Являются юридическими лицами, соответствуют понятию UCITS для ЕС.

Перспективы. Новые направления развития МФЦ Парижа для повышения его конкурентоспособности включают¹:

— развитие рынка финансирования компаний, в том числе SME (новые инструменты — секьюритизация, частные размещения, рынок облигаций SME, Eternext — рынок Euronext для SME); развитие долгосрочных сбережений и сбережений домохозяйств (платформа Emergence); для этого предлагается введение дополнительных налоговых льгот (для акций, корпоративных сберегательных и пенсионных планов, специальный упрощенный налоговый режим для секьюритизации), облегчение налогового режима для финансовых посредников;

— развитие инфраструктуры рынка — создание рейтинговой системы для частных инвестиций, усиление посттрейдинговой деятельности, создание клиринговой организации для еврозоны, базирующейся в Париже;

— развитие услуг и продуктов с номиналом в китайских юанях для компаний, ведущих торговую и инвестиционную деятельность в Китае (счета, депозиты, кредиты, офшорные облигации в юанях, торговое финансирование, трансграничные переводы в юанях, валютные операции, инвестиционные продукты); переход от торговых расчетов с Китаем к инвестиционным и финансовым; поддержка роста рынка трансграничных финансовых услуг в юанях;

— развитие офшорного рынка для еврозоны и вне ее (Европа, Африка); увеличение доли иностранных активов в управлении.

Монреаль

В 1986 г. в Монреале приняты первые налоговые льготы для развития МФЦ и создана управляющая организация IFC Montreal. В 1999 г. принят закон, регули-

¹ Paris Marketplace Committee 2020: Paris EUROPLACE's Proposals to Renew the Attractiveness of the Paris Marketplace and to Sustainably Finance the French Economy. Press Release. Paris EUROPLACE. Paris. January 16, 2014; Bresson A. Paris EUROPLACE. International Financial Forum. Paris, July 9 th, 2014.

рующий развитие МФЦ (определяет цели МФЦ, роль министерства финансов, особенности взаимодействия с IFC Montreal, требования к участникам МФЦ, виды налоговых льгот и порядок их получения¹). В 2010 г. появился новый импульс для развития МФЦ — финансовый сектор вошел в один из ключевых кластеров Монреаля, был принят стратегический план по его развитию, в 2014 г. принята Программа Ambition 2020 по развитию финансового сектора Квебека.

Цель МФЦ — достижение Монреалем статуса финансового хаба в Северной Америке и на мировом рынке; создание и развитие в городской агломерации Монреаля корпораций, специализирующихся на международных финансовых операциях.

В истории развития Монреаля, текущих социально-экономических условиях и бизнес-среде можно выделить как позитивные, так и негативные факторы, ограничивающие его возможности как МФЦ:

— позитивные факторы — один из крупнейших городов Северной Америки, наличие ключевых кластеров экономики, привлекающих иностранные инвестиции, международных компаний и иностранных кадров²; квалифицированное и многоязычное население (два основных языка — французский и английский); конкурентоспособность условий ведения бизнеса (низкий уровень операционных издержек, эффективные условия рекрутинга, низкий уровень налоговой нагрузки); единая служба привлечения и поддержки инвестиций от нерезидентов, международных организаций, иностранных кадров, развития глобального статуса Монреаля (Montreal International); упрощенные процедуры иммиграции; одна из старейших бирж и единственная биржа деривативов в Канаде (Montreal Exchange); большая концентрация международных компаний (2 тыс. дочерних компаний, происхождением из США, Франции, Великобритании);

— негативные факторы — исторический конфликт между франко- и англоязычной культурой³; более низкие темпы экономического роста в сравнении с другими крупнейшими городами Канады; ниже производительность труда; отток населения из Монреаля в другие города Квебека и Канады, в том числе из-за поддержки французского языка; конкуренция с финансовыми центрами Торонто и Ванкувера; тенденция снижения числа офисов международных компаний (в 2012 г. в сравнении с 1999 г. — на 30%).

Вместе с тем в Монреале развитая система финансовых институтов (финансовый сектор — 6,2% ВВП Квебека): 1500 инвестиционных компаний и управляющих (15% из 100 тыс. рабочих мест), 950 страховых компаний (30% рабочих мест), 450 банков и прочих финансовых институтов (50% рабочих мест)⁴.

В Программе Ambition 2020 выделено четыре ключевых сегмента финансового сектора Монреаля: пенсионное обеспечение (250 пенсионных фондов), деривативы (Бир-

¹ An Act Respecting International Financial Centres (11 November 1999) (updated to 1 April 2015).

² Ключевые сегменты — информационные технологии, аэрокосмическая промышленность, фармацевтика, дата-центры, видеоигры и визуальные эффекты и др.

³ После выбора в Квебеке французского языка официальным в 1970-х гг. произошел отток англоязычного населения, массовый уход англоязычных компаний, исторически составлявших основу экономической жизни Монреаля, существенный экономический спад к 1980-м г.

⁴ Montréal, Global Financial Centre 2014. IFC Montreal, Finance Monteval. P. 1.

жа Монреаля), финансовые технологии; страхование, инвестиционный капитал; два дополнительных направления — финансовое предпринимательство и кадровые ресурсы¹. Перспективное направление для МФЦ — участие Монреаля в развитии Канады как торгового центра с расчетами в китайских юанях для Америки (новые валютные фьючерсы на канадские доллары и китайские юани, торговля валютными деривативами на Бирже Монреаля), при этом предполагается, что Торонто и Ванкувер сосредоточатся на торговле валютой и клиринговой деятельности.

Система управления, управляющая организация МФЦ. Развитие финансового сектора Монреаля осуществляется: 1) Министерством финансов Квебека; 2) структурой Finance Montreal — объединение (кластер), созданное в 2010 г. по инициативе крупнейших финансовых институтов Квебека для ускоренного развития финансового сектора региона²; 3) управляющей организацией IFC Montreal, созданной по инициативе Министерства экономики и финансов Квебека, Биржи Монреаля и города Монреаль.

Управляющая организация IFC Montreal — некоммерческая организация, ее функции: 1) продвижение и развитие МФЦ за рубежом и внутри страны; 2) привлечение финансовых институтов, консультирование и содействие, прием заявок институтов на получение сертификата IFC (см. ниже); 2) финансирование развитие Монреаля как МФЦ (создан специальный Фонд IFC Montreal, формируемый за счет платы участников МФЦ, средств бюджета, пожертвований и др.³).

Специальный режим для нерезидентов. Создан специальный сегмент для нерезидентов (International Financial Centre, IFC), участникам которого предоставляются налоговые льготы. Участники IFC могут осуществлять только трансграничные финансовые операции (клиент-нерезидент, или если клиент-резидент, то финансовые продукты должны быть ориентированы на внешний рынок). Предусмотрены 25 категорий разрешенных операций — выпуск или размещение ценных бумаг, клиринг, управление портфелем и инвестиционное консультирование, управление инвестиционными фондами, депозиты, займы, кредитование внутри МФЦ, торговля валютой, проектное финансирование, финансовый инжиниринг, услуги страховых брокеров (страхование имущества, перестрахование рисков по имущественному страхованию) и др.⁴

Для участия в сегменте компании получают сертификаты участника IFC⁵: 1) предоставляют в IFC Montreal краткое описание планируемой деятельности в

¹ Montréal, Global Financial Centre 2014. IFC Montreal, Finance Montreal.

² Входит 22 управляющих, 14 ассоциированных членов, среди которых представители финансовых институтов, Министерства финансов Квебека, Национального банка, университетов и др.

³ Управляется Министерством финансов, средства направляются государственным органам, частным или государственным компаниям, осуществляющим развитие МФЦ (профицит Фонда направляется в бюджет Квебека). См.: An Act Respecting International Financial Centres (11 November 1999) (updated to 1 April 2015).

⁴ Другие категории разрешенных операций: принятие или выпуск аккредитивов; финансирование или рефинансирование через векселя; трастовые услуги; факторинговые и лизинговые услуги; создание «бэк-офиса» для третьих лиц; документарное инкассо; деятельность в рамках Программы для инвесторов-иммигрантов (QIP); дисконтные операции с аккредитивами или коммерческими инструментами.

⁵ Расходы на участие в IFC включают ежегодный взнос (10 тыс. канадских долларов в первый год, последующие — 3 тыс.), расходы на получение сертификата на компанию и всех сотрудников (по 543 долл.), расходы на их ежегодное обновление (по 543 и 326 долл.).

2.3. Международные финансовые центры в интеграции финансовых рынков

МФЦ для предварительного одобрения Минфином Квебека; 2) после одобрения получают сертификат IFC в Минфине Квебека. В 2014 г. в специальном сегменте действовали 60 компаний (900 специалистов).

Налоговые льготы. Налоговые льготы предоставляются только в региональной части налога на прибыль и подоходного налога¹ (табл. 2.32), администрируются Минфином Квебека (доступ к льготам через IFC Montreal). Требования к участнику IFC — регистрация компании в Монреале, не менее шести сотрудников, имеющих сертификат IFC, осуществление разрешенных финансовых операций (полная занятость сотрудников, не менее 75% рабочего времени — на разрешенные операции).

Таблица 2.32. **Налоговые льготы для участников IFC Монреаля¹**

Получатели	Виды налоговых льгот
Физические лица — сотрудники участника IFC	Вычет по региональной части подоходного налога на 5 лет — в размере 100% налога для первого и второго годов, 75% для третьего года, 50% для четвертого года, 37,5% для пятого года
Юридические лица — участники IFC	По налогу на прибыль — ежегодный невозмещаемый налоговый кредит в размере 24% от заработной платы каждого сотрудника, но не более 16 000 долл. на одного сотрудника в год (без ограничений по числу сотрудников). Неиспользованная часть кредита может быть перенесена на три года назад и на 20 лет вперед (при условии наличия сертификата IFC). Для компаний, осуществляющих операции бэк-офиса, — аналогичный возмещаемый налоговый кредит (т.е. неиспользованная часть возмещается компании)
Все финансовые компании	Возмещаемый налоговый кредит (на пять лет; до 33% установленных расходов на сумму до 120 тыс. долл.) для новых финансовых компаний Монреаля (установлено шесть видов деятельности)

¹ По состоянию на март 2015 г. См.: Budget 2015-2016. Additional Information 2015—2016. Gouvernement du Quebec, 2015.

2.3.5. Шанхай

В ряду региональных финансовых центров, создание которых направляется программными документами, особый интерес представляет активно развиваемый МФЦ в Шанхае.

Специфика — в амбициозности заявленной цели развития (переход его в статус глобальных уже к 2020 г. (впервые о программе объявлено в 2009 г.²), а также в своеобразном «китайском» подходе — выделении на территории Шанхая так называемых новых экономических зон, в которых ускоренно продвигаются реформы финансового сектора (условия свободной конвертируемости юаня, либерализация процентных ставок, полный допуск иностранных банков и т.д., с последующим перенесением полученных позитивных результатов на уровень страны).

¹ Налог на прибыль — 15% — федеральный, 11,9% — региональный; подоходный налог — от 15—20% — федеральный, 16—25% — региональный (в зависимости от налогооблагаемой базы).

² 25 марта 2009 г. Госсовет КНР принял решение превратить Шанхай к 2020 г. в международный финансовый центр.

Цель политики

Идейный стержень МФЦ — интернационализация юаня: дальнейшее открытие иностранным инвесторам, либерализация процентных ставок, свободная конвертируемость юаня, устранение ограничений на участие нерезидентов в финансовом секторе и в офшорном банковском бизнесе.

Задача создания конкурентного мирового финансового центра к 2020 г. поставлена на уровне государственной политики¹ (повышение геополитического влияния Китая, создание нового класса высокооплачиваемых рабочих мест, новые возможности для финансирования развития нефинансового сектора).

Механизм — создание МФЦ через пилотные СЭЗ в Шанхае, с дальнейшим распространением позитивного опыта.

Территориально Шанхай как самый населенный мегаполис — место концентрации высококвалифицированных специалистов в области экономики и финансов. Старт реформ базируется на создании **нового типа СЭЗ** (официальная дата создания — 29 сентября 2013 г.) в трех наиболее успешных пилотных районах Шанхая (Shanghai Pilot Free trade Zone, SH PFTZ)², в которых будут либерализованы процентные ставки, обеспечены условия свободной конвертации юаня. Предусмотрен льготный налоговый режим, поддержка инноваций в развитии финансовых продуктов.

Финансовый рынок — важный компонент плана — развитие платформы для торговли продуктами, номинированными в юанях. Тем не менее плановый период создания до 2020 г. рассматривается как излишне оптимистичный³. Подробнее о преимуществах и недостатках Шанхая и китайской экономики как базы для МФЦ см. таблицу ниже (табл. 2.33). Главная угроза — высокий уровень зарегулированности финансового рынка, включая рынок акций, облигаций, деривативов.

Модель создания финансового центра предусматривает жесткое следование утвержденной программе при всесторонней государственной поддержке основных векторов развития: финансовый рынок с параллельным (дополнительным) развитием «тяжелой» (различные объекты ЖКХ — во многом уже созданы) и «мягкой» (зеленой, социальной, цифровой) инфраструктуры. Конкурентных преимуществ намереваются достигнуть за счет специализации на инновационных трансграничных финансовых продуктах, создания мирового центра ценообразования и клиринга на активы, номинированные в юанях. Особенность — направленность на привлечение нерезидентов, резиденты в МФЦ (пока на базе новых трех СЭЗ Шанхая) допускаются при выполнении определенных условий и область их деятельности ограничивается. Создаются острова привлекательности для нерезидентов с отдельной правовой системой и более мягким регулированием (либерализация процентных ставок и валютного контроля, процедур

¹ О создании финансового центра объявлено на Госсовете КНР в 2009 г.

² China (Shanghai) Pilot Free Trade Zone: a New Era of Opening Up and Reform in China, PWC. 2013. P. 1 (http://www.pwccn.com/webmedia/doc/635205395205529503_sh_pftz_paper_nov2013.pdf).

³ <http://www.chinaeconomicreview.com/Shanghai-FTZ-free-trade-zone-2020-reform-economic-special-economic-zone>.

создания обществ с иностранным капиталом в приоритетных отраслях), возможностью развития «офшорного банкинга».

Отличие от других МФЦ — не предусмотрена широкая сеть налоговых льгот. Ставится задача повышения благоприятности налогового режима на уровне страны.

План «Шанхай 2020»¹ (The “Shanghai 2020” plan). В рамках пилотных СЭЗ и на уровне страны предполагается реализовать следующие реформы: финансовая; совершенствование рамок таможенного надзора; административная реформа (упрощение администрирования сферы услуг); создание конкурентной регулятивной и налоговой среды для бизнеса².

Специализация по институтам и инструментам. Приоритет — банкам и специально разработанным институциональным схемам участия. На смену института квалифицированных иностранных институциональных инвесторов (Qualified Foreign Institutional Investors (QFIIs), открывающего доступ на китайский рынок иностранным портфельным инвестициям — Qualified Foreign Limited Partnerships (QDLP), — квалифицированные иностранные товарищества с ограниченной ответственностью со специальной программой, повышающей интерес иностранных инвесторов, элементом которой являются в том числе инвестиции за пределы Китая.

Широкий и дифференцированный круг инструментов, особый акцент на развитие финансовых инноваций. Центр привлечения международных инноваций, транзакций, ценообразования и клиринга.

Развитие новых трансграничных продуктов

1. Финансирование международной торговли товарами, финансирование всей цепочки продавцов и производителей, финансовая поддержка современных секторов услуг³ путем предоставления соответствующей лицензии финансовым посредникам — участникам СЭЗ.

2. Развитие финансовых продуктов, направленных на финансирование морских перевозок, в том числе *деривативов на фрахтовый индекс*.

3. Развитие финансовых услуг по управлению активами⁴.

Планируемое развитие инфраструктуры

Предполагается построить инфраструктуру для обслуживания трансграничных платежей в юанях, клиринговую сеть в мировых масштабах.

¹ Shanghai Building an International Financial Center with Chinese Characteristics, Booz & Company, Beijing/Hong Kong/Shanghai (www.strategyand.pwc.com/.../Shanghai_2020_).

² China (Shanghai) Pilot Free Trade Zone: a New Era of Opening up and Reform in China, PWC. 2013. P. 2 (http://www.pwccn.com/webmedia/doc/635205395205529503_sh_pftz_paper_nov2013.pdf).

³ China (Shanghai) Pilot Free Trade Zone: a New Era of Opening up and Reform in China, PWC. 2013. P. 2 (http://www.pwccn.com/webmedia/doc/635205395205529503_sh_pftz_paper_nov2013.pdf).

⁴ Там же.

Налоговые льготы

Внутри новых СЭЗ предполагаются льготы по корпоративному подоходному налогу — 15% вместо 25¹. В них² допускается развитие офшорного банкинга. Относительно низкая налоговая нагрузка. Преобладают косвенные налоги. Основное налоговое бремя переложено на конечных потребителей. В 2010—2014 гг. уровень налоговой нагрузки — 18—20%³.

Другие льготы (неналоговые)

(А) Возможность создания компаний со 100%-ным иностранным капиталом. В СЭЗ нового типа (для развития МФЦ) предполагается разрешить и значительно упростить (по срокам) процедуры создания банков в форме WFOE⁴ (100%-ного дочернего общества), дочернего общества с контрольным участием нерезидентов⁵. Поощрение создания (переноса) крупнейшими финансовыми институтами своих региональных или глобальных штаб-квартир в Шанхае. Предполагается либерализация процентных ставок, обеспечение условий свободной конвертации юаня.

Особенности системы регулирования

В составе СЭЗ — отдельная правовая система и система финансового регулирования (пилотные проекты по либерализации рынка процентных ставок и свободной конвертируемости юаня), более совершенная система налогообложения, кредитная и регулятивная системы.

Процесс создания центра контролируется и координируется центральными органами государственной власти и муниципалитетами Шанхая. Утверждено объемное руководство по созданию СЭЗ нового типа (важнейший компонент создания МФЦ). Ожидается существенное смягчение регулирования со стороны центральных и местных органов власти, в том числе в части валютно-обменных операций и финансового сектора⁶.

Наличие управляющей организации МФЦ на данном этапе не предусмотрено. Главный организатор — органы муниципальной власти в координации с уполномоченными органами центральной власти (задача ускоренного создания финансового центра).

Статус СЭЗ предусматривает льготы, в том числе налоговые, и смягчение регулятивного режима, прежде всего, для нерезидентов. Резиденты могут использовать льготные условия в качестве инвесторов (как совместно с нерезидентами,

¹ <http://www.scmp.com/business/economy/article/1306867/shanghai-may-offer-corporate-tax-benefits-free-trade-zone-paper>.

² Taxation and Investment in China 2014: Reach, Relevance and Reliability, Deloitte (<http://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/Tax/dtl-tax-chinaguide-2014.pdf>).

³ На основании базы данных IMF IFS за 1978—2012 гг. Оценка налоговой нагрузки проводится на основе закреплённого соотношения между доходами центрального и местных бюджетов — 60% к 40%.

⁴ Предприятия со 100%-ным участием иностранного капитала (Wholly-Owned Foreign Enterprises, WFOE).

⁵ China (Shanghai) Pilot Free Trade Zone: a New Era of Opening up and Reform in China, PWC (http://www.pwccn.com/webmedia/doc/635205395205529503_sh_pftz_paper_nov2013.pdf).

⁶ China (Shanghai) Pilot Free Trade Zone: a New Era of Opening up and Reform in China, PWC (http://www.pwccn.com/webmedia/doc/635205395205529503_sh_pftz_paper_nov2013.pdf).

так и отдельно) в сфере финансовых услуг (приватный банкинг, финансовый лизинг, потребительское кредитование).

Ослабление регулятивного режима и валютного контроля распространяется также на транснациональные компании, которые размещают свой головной региональный офис в Китае.

Налогообложение

Налоговые льготы в создаваемой СЭЗ пока предусмотрены только в виде пониженной ставки корпоративного налога на прибыль, для организаций, зарегистрированных в новых СЭЗ Шанхая. Однако данная практика является типичной для программ развития большинства СЭЗ в Китае. Считается, что уровень налоговой нагрузки в Китае и так является невысоким, а участие нерезидентов и местного бизнеса в экономическом развитии достаточно мотивированным после проведения последней налоговой реформы 2008—2014 гг., направленной на сокращение налоговых льгот, их унификацию и более узкую целевую направленность. Тем не менее это не исключает в будущем развития отдельной системы налоговых льгот для новых СЭЗ Шанхая в МФЦ¹.

Несмотря на масштабность поставленной цели, многие исследователи отмечают высокую вероятность ее реализации, если не в заявленные сроки (2020 г.), то в обозримом будущем² или до уровня не глобального, но доминирующего азиатского регионального финансового центра. Распространенные доводы «за» и «против» достижимости заявленной цели представлены ниже (табл. 2.33).

Таблица 2.33. «За» и «против» создания глобального финансового центра на базе Шанхая

Факторы, способствующие успеху	Факторы, ставящие под сомнение достижимость поставленной цели
Доступ к значительному по размеру и растущему финансовому рынку Китая	Все еще ограниченное развитие инновационных и сложных финансовых продуктов, консервативность существующих законов и жесткость регулятивных режимов
Уверенность во всеобъемлющей поддержке центральной и муниципальных властей Китая	Ограничение в использовании юаня как мировой валюты
Наличие рынка ПФИ	Непрозрачная процедура принятия политических решений и обеспокоенность в связи с политическим фаворитизмом
Шанхай — наиболее населенный и динамично развивающийся город Китая с большими возможностями для развития бизнеса, квалифицированными кадрами в области финансовых рынков	Крупнейшие финансовые институты (банки, страховые компании, компании по ценным бумагам) базируются в Пекине, а не в Шанхае

¹ Подробнее о налоговых льготах в КНР и их эволюции см.: Финансовые стратегии модернизации экономики: мировая практика / под ред. Я. М. Миркина. М.: Магистр, 2014. С. 295—299, табл. 5.12.

² Achieving 2020, The American Chamber of Commerce in Shanghai, Part I. P. 26 (http://www.amcham-shanghai.org/ftpuploadfiles/Publications/Achieving2020/Achieving-2020_Report.pdf).

Факторы, способствующие успеху	Факторы, ставящие под сомнение достижимость поставленной цели
Значительные инвестиции и ускоренное создание транспортной инфраструктуры мирового уровня в Шанхае: два аэропорта, высокоскоростные подъездные пути к ним, самая длинная протяженность линий метрополитена, высокоскоростное железнодорожное сообщение с Пекином	Осторожность, наличие определенного дискомфорта для иностранных инвесторов в заключении международных контрактов на основе китайского законодательства
	Все еще недостаточный уровень развития поддерживающих функций глобального финансового центра услуг, а также так называемой мягкой инфраструктуры, определяющей комфортность проживания в городе для специалистов (образование, медицина, жилье, экология и т.д.)

2.3.6. Корея (Сеул и Пусан)

Анализ рейтингов — объективные факторы и репутация

Корея — одна из стран, рост международного признания финансовых центров которой происходил максимально быстрыми темпами. Концепция создания МФЦ в Корее была принята в 2003 г. Была выбрана модель системы МФЦ: Сеул (многофункциональный) и Пусан (специализированный). Результаты потрясающие: Сеул и Пусан вошли в десятку (2012—2015 гг.) и тридцатку (2014—2015 гг.) ведущих МФЦ по рейтингу GFCI Z/Yen Group¹. В рейтинге IFCD Index Сеул также занимает высокие позиции (табл. 2.34).

Таблица 2.34. Место корейских городов в рейтингах МФЦ

Показатель		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Рейтинг GFCI Z/Yen Group											
всего городов в рэнкинге		46	59	62	75	75	77	79	83	82	86
Сеул	место	43	51	53	28	16	9	9	7	7	12
	относительное положение, %	7	14	15	63	79	88	89	92	91	86
Пусан	место	x	x	x	x	x	x	x	27	24	38
	относительное положение, %	x	x	x	x	x	x	x	67	71	56
Рейтинг IFCD Index / Xinhua-Dow Jones											
Сеул	место	x	x	x	31	24	24	23	23	x	x
	относительное положение, %	x	x	x	31	47	47	49	49	x	x

Примечание. Относительное положение рассчитано по формуле $(1 - \text{«Место в рейтинге»} / \text{«Число стран в рейтинге»})$. Чем ближе относительное положение к 100%, тем выше рейтинг города. Если не отмечено особо, рейтинг GFCI (март соответствующего года). IFCDI составляется только с 2010 г.

¹ Позиционирование Сеула в рейтинге Xinhua-Dow Jones несколько ниже, чем в рейтинге GFCI, в том числе в связи с тем, что индекс был разработан в Китае, китайские города занимают в нем более высокие позиции. Пусан не так давно был включен в рейтинг GFCI (март 2014 г.), но сразу вошел в тридцатку лидеров.

2.3. Международные финансовые центры в интеграции финансовых рынков

Резкое повышение положения Сеула в рейтинге GFCI происходило одновременно за счет факторов всех групп. Максимальный рост приходится на показатели развития финансового рынка и инфраструктуры (табл. 2.35).

Таблица 2.35. Структурный анализ — место Сеула в рейтинге GFCI

Фактор	2009	2011	2013	2015
Деловая среда	54	25	14	13
Развитие финансового рынка	38	20	15	7
Инфраструктура	60	25	9	7
Человеческий капитал	57	38	13	14
Репутационные и общие факторы	54	19	10	11
Общий рейтинг	53	16	9	7

Источник: The Z/Yen Group of Companies (март соответствующего года).

Опережающее развитие финансового сектора — главный фактор конкурентоспособности Кореи. С начала 2000-х гг. сокращался разрыв в зрелости финансовых рынков Кореи и прочих развитых стран. Вначале рост более быстрыми темпами (до 2007 г.). Позднее, после кризиса 2007—2008 гг., — стабилизация, сопровождающаяся резким ростом в рейтинге GFCI (с 2010 г.) (табл. 2.36).

Таблица 2.36. Динамика финансового развития в 2000-х гг.

Страна	Кредит к ВВП, %					Капитализация к ВВП, %				Страховые премии к ВВП, %			
	2000	2003	2007	2013	2015	2000	2003	2007	2014	2000	2003	2007	2013
Корея	71	128	144	156	167	31	48	100	86	11,0	9,2	10,7	13,0
Мир*	155	160	158	166	180	99	84	115	82	7,8	7,7	8,4	8,1
Корея, % от среднего	43	80	90	93	93	31	57	87	105	141	119	127	160

* Для страховых премий — средний по ОЭСР (без Мексики).

Источник: Кредит к ВВП — World Bank (Показатель «Domestic Credit Provided by Financial Sector (% of GDP)»); Страховые премии (Корея, ОЭСР) — OECD Statistics (Показатели «Total Gross Premiums», «GDP, Current Prices, Current Exchange Rate (Output Approach)»); Капитализация — World Bank, 2014 г. — World Federation of Exchanges, ВВП — IMF.

Немаловажным фактором резкого повышения положения Сеула стал рост качественных факторов (репутационное преимущество). С 2010 г. (самое резкое изменение положения в рейтинге) Сеул входил в число МФЦ с максимальным репутационным преимуществом (табл. 2.37).

2. Очерки интеграции финансовых рынков: как это делается

Таблица 2.37. Место в рейтинге GFCI по уровню репутационного преимущества

Город	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Сеул	10	15	1	17	1	4
Пусан	x	x	x	x	x	2
Всего городов	75	75	77	79	83	82

Примечание. Разница между оценкой центра экспертами и рейтинга GFCI, полученного на основе комбинации инструментальных факторов, оценок экспертов и моделирования. Причина — активный маркетинг и большая осведомленность. Рейтинг за март. До марта 2010 г. корейские города не входили в число городов с максимальным репутационным преимуществом, города с минимальным репутационным преимуществом не указывались.

Основные факторы успешности

1. Прорывные меры по формированию МФЦ в Корее. Успешная программа реформ первого этапа (2003—2008 гг.), продолжение с 2013 г.¹ (рис. 2.5).

Наиболее эффективными направлениями реформы стали: либерализация счета капитала², рост открытости финансового рынка, консолидация и устранение противоречивого и дублирующего законодательства в сфере регулирования финансовых рынков³, расширение возможностей по совмещению видов деятельности⁴ и созданию новых финансовых продуктов⁵.

Формирование МФЦ осуществлялось в период нахождения у власти трех последних президентов. Ключевые реформы были проведены при Но Му Хен. При Ли Мен Бак проект развития МФЦ ушел на второй план, ряд мер по либерализации счета капитала был отменен. Политика была направлена на обеспечение стабильности, снижение волатильности рынка, ликвидацию кризисных тенденций в финансовом секторе при отмене части стимулов, способствующих ускоренному росту финансового сектора. При Пак Кын Хе произошел возврат к политике либерализации финансового сектора, но меры носили менее радикальный характер (табл. 2.38).

¹ Основной прогресс в рейтинге Кореи GFCI пришелся на 2010—2012 гг., что является лагирующим последствием проведенных ранее реформ и смешанной оценкой (оценивание производится по результатам деятельности рынка на более раннем периоде).

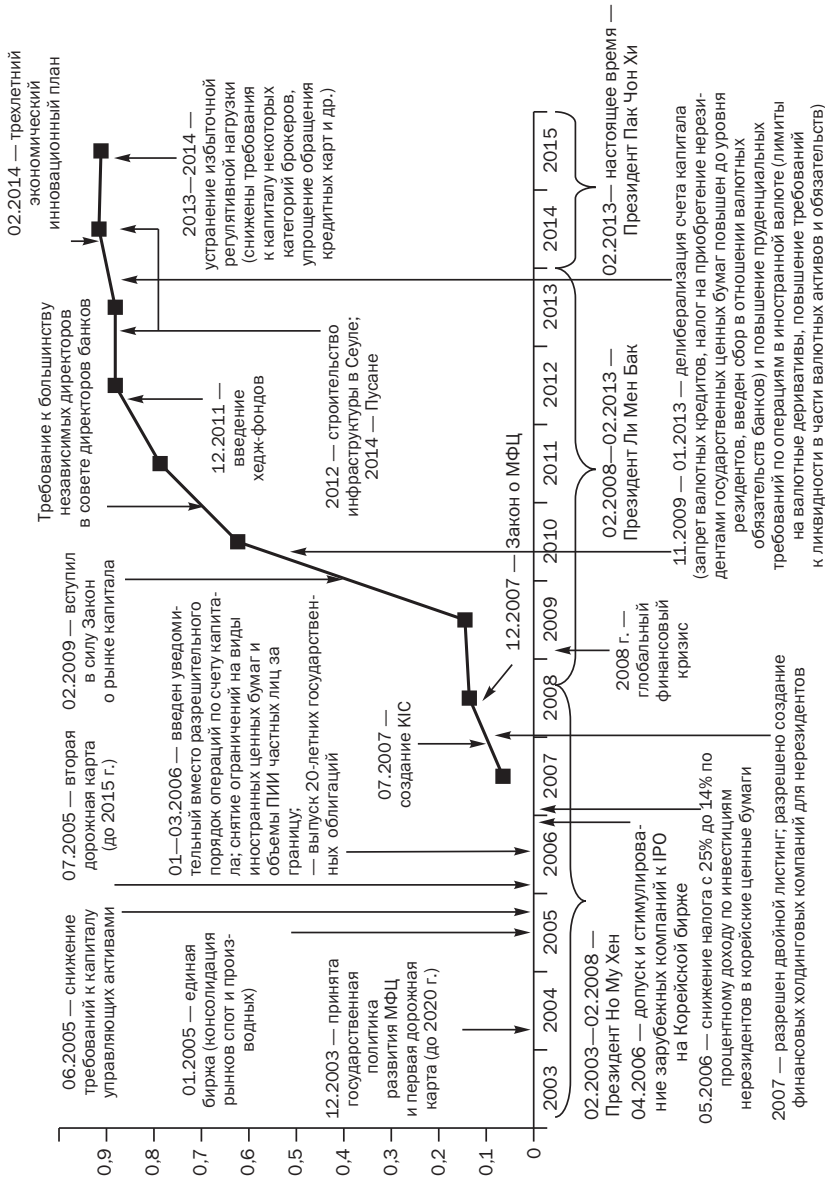
² Стимулом к либерализации стали события азиатского кризиса 1997—1998 гг., ускорившие задумывавшиеся ранее в более медленном темпе реформы по открытию счета капитала в связи со вступлением в ОЭСР, требованиями МВФ при предоставлении кредитов (с 1997 г.), привлечением иностранных финансовых ресурсов в целях преодоления кризиса 1997—1998 гг.

³ Рост открытости финансового рынка и проведение реформ финансового сектора рассматривались иностранными инвесторами как условие успешного создания МФЦ в Корее (Rhee S. G. Can Seoul Serve as an International Financial Center? Presented at Fourth Seoul International Financial Forum «The Road to Financial Hub in North East Asia: An Opportunity and Challenges». May 14—15, 2003. Seoul, Korea. P. 7—8).

⁴ Принят Закон о капитале (Financial Investment Business and Capital Markets Act (Capital Market Consolidation Act, CМCA). No. 8635, Aug. 3, 2007, вступил в силу в феврале 2009 г.), объединивший 14 существовавших ранее законов об отдельных финансовых организациях, предусматривающий регулирование по функциональному признаку, а не по виду организации.

⁵ Dong-hwan K. The Capital Market Consolidation Act and the Korean Financial Market. Korea's Economy. Korea Economic Institute and Korea Institute for International Economic Policy. 2008. Vol. 24. P. 39—44.

2.3. Международные финансовые центры в интеграции финансовых рынков



Примечание: Линия графика — относительное место Сеула в рейтинге GFCI (см. примечание к табл. 2.34).

Рис. 2.5. Хронология финансовых реформ Кореи в 2002—2014 гг.

2. Очерки интеграции финансовых рынков: как это делается

Таблица 2.38. **Этапы создания финансовых центров в Корее**

Этап	Содержание	Цель (согласно дорожной карте)
Но Му Хен (02.2003 — 02.2008)	Радикальные, ускоренные меры по либерализации финансового сектора. Стратегическая разработка (концепция, дорожные карты, закон о МФЦ) и ключевые практические действия: реформирование регулирования и надзора, либерализация счета капитала (переход от разрешительного к уведомительному порядку), развитие финансового рынка	Укрепление основ финансовой индустрии
Ли Мен Бак (02.2008 — 02.2013)	Приостановка либерализации: возврат к разрешительному порядку вместо уведомительного в отношении операций по счету капитала, введен контроль за входящими и исходящими потоками иностранного капитала, переход к полной конвертируемости корейской воны отложен на неопределенный срок ¹ , усилен макропруденциальный надзор	2008—2010 гг. — создание центра со специализацией по управлению финансовыми активами. 2011—2015 гг. — превращение Сеула в основной финансовый центр Азии
Пак Кын Хе (02.2013 — 2016)	Более мягкие меры (в сравнении с Но Му Хен) по устранению избыточной регулятивной нагрузки, стимулирование инновационных финансов	

¹ Korea's New Economic Take-Off Critically Depends on the Financial Reforms It Will Implement. Policy Recommendations for the Incoming Park Geun-hye Government. Seoul Financial Forum. February 2013. P. 5.

2. Стратегия МФЦ в Корее — реализуемая с выделением ключевых секторов, долгосрочная (более пяти лет), подкреплена детальной дорожной картой, корректируемой по мере развития рынка, с учетом динамики конкурентов. Законы об МФЦ обеспечивают преемственность политики¹.

Четкое позиционирование МФЦ на основе конкурентного анализа других центров (в регионе) и перспектив их развития. Цель — создание регионального МФЦ (в Северо-Восточной Азии, затем в Азии в целом)². При разработке стратегий выделены сильные стороны специализации, сегменты финансового сектора с максимальным потенциалом развития. На практике, несмотря на изначальное позиционирование отрасли управления активами, рост происходил преимущественно за счет банков и страхования.

Экспертная поддержка: создание для разработки реформ в 2001 г. специальной организации, объединяющей экспертов — Финансового форума Сеула. В основу государственной стратегии и дорожных карт легли предложения Форума³.

3. Концепция двухполюсного финансового центра, отбор городов на конкурсной основе. Основной многопрофильный — Сеул (с 2003 г.), второй специализированный — Пусан (морское финансирование, с 2009 г.). Определение фи-

¹ Law on Promotion and Development of the Financial Center (другие варианты перевода — Act on Preparation and Development of Financial Center, Act on the Creation and Development of Financial Hubs). No. 8699. Dec. 21, 2007. Amended Mar. 21, 2012; Enforcement Decree of the Act on the Creation and Development of Financial Hubs No. 20753, Mar. 21, 2008. Amended Mar. 23, 2013.

² Korea as an International Financial Center: Vision and Strategy. Seoul Financial Forum. January 2003.

³ Korea's New Economic Take-Off Critically Depends on the Financial Reforms It Will Implement. Policy Recommendations for the Incoming Park Geun-hye Government. Seoul Financial Forum. February 2013.

нансовых центров происходило по конкурсу на основе заявок муниципалитетов с описанием стратегий развития¹. МФЦ позиционировался не в привязке к отдельному городу, а в целом к Корею.

4. Сильная экономика, на основе которой создаются МФЦ, наличие развитого реального сектора, накопленные внутренние финансовые ресурсы (частные, государственные). Для Кореи 2000-е гг. стали поворотными с точки зрения зрелости финансового рынка — он перешел в категорию развитых².

5. Временное отступление от политики либерализации и раннее предупреждение кризисных тенденций на финансовом рынке³ оказались своевременными и благоприятно сказались на финансовой ситуации в Корею в период последнего кризиса. При росте волатильности, подверженности шокам «горячих денег» осуществлялась временная делиберализация счета капитала, были введены специальные меры, ограничивающие «керри-трейд», приток краткосрочных волатильных портфельных инвестиций (конец 2009 г. — начало 2013 г.)⁴. Корея — одна из немногих стран, в которой не было отрицательной динамики ВВП во время кризиса⁵.

6. Использование льгот всех уровней (центрального правительства, региональных) для развития МФЦ; налоговые преимущества в сравнении с другими странами в регионе в отношении финансовых операций⁶. Специальные стимулы для финансовых институтов при открытии бизнеса (учреждении филиала) в особой экономической зоне Пусана: налоги на прибыль, имущество, субсидии по расходам на приобретение недвижимости, на наем корейских специалистов, на образование сотрудников и др.

¹ Официальное сообщение Комиссии по финансовым услугам Кореи — Yoido, Seoul And Munhyeon, Busan As International Financial Centers. Financial Services Commission, Korea. 2009-01-22.

² В 2001 г. S&P (в основе — БД Международной финансовой корпорации, которая была приобретена S&P в 2000 г.), в 2009 г. FTSE, 2013 г. Dow Jones (по результатам интеграции методологии Dow Jones с методологией S&P). Хотя по классификации MSCI рынок Кореи до сих пор остается развивающийся.

³ В отношении ипотечного рынка введены макропруденциальные нормативы еще в период активной либерализации финансового рынка: коэффициент «Кредит / Залог» («Loan-To-Value») (с сентября 2002 г.); коэффициент «Долг / Доход» («Debt-To-Income») (с августа 2005 г.) (доля платежа по ипотечному кредиту в годовом доходе плательщика).

⁴ 1) Лимиты по валютным деривативам по сделкам хеджирования рисков экспортеров от укрепления воны (с ноября 2009 г. — в отношении доходов экспортеров, с октября 2010 г. по отношению к капиталу банков, ужесточение в 2011 и 2013 гг.); 2) запрет на выдачу банками валютных кредитов корейским компаниям (2010 г.); 3) вновь введен 13%-ный налог с дохода по казначейским ценным бумагам и ценным бумагам центрального банка, приобретаемых нерезидентами (т. е. такой же размер, как для резидентов) (не распространяется на страны, с которыми заключен договор об избежании двойного налогообложения); 4) макропруденциальный сбор — сбор в отношении «недепозитных» (неосновных) обязательств банков в иностранной валюте, предусматривающий более высокие ставки для краткосрочного долга (август 2011 г.); 5) налог на валютные фьючерсы, опционные премии (2012 г.); 6) коэффициент ликвидности по валютным обязательствам (с июля 1997 г.) — соотношение краткосрочных активов и обязательств банков в иностранной валюте (повышение в июне 2000 г., 2004 г., ноябре 2009 г.) и др.

⁵ Минимум 0,3% в 2009 г. (Источник: IFS IMF, as of March 2014. Показатель «ВВП в постоянных ценах»/ «Gross Domestic Product, Real»). Относительной устойчивости корейской экономики кризисным явлениям 2008—2009 гг. способствовал сформированный сильный финансовый сектор (Korea. Investment Climate Statement 2014. Department of State. USA. June 2014).

⁶ Jun J. Korea's Tax System: A Growth-Oriented Choice. Ewha University. Initiative for Policy Dialogue Working Paper Series. October 2009. P. 53.

2. Очерки интеграции финансовых рынков: как это делается

7. Наличие внутренних финансовых ресурсов для развития отрасли управления активами в рамках стратегии создания МФЦ. Стратегия предполагала передачу в доверительное управление средств Корейской инвестиционной корпорации (КИС), созданной за счет средств международных резервов (ноябрь 2006 г. — начало инвестирования активов). Предполагалось, что средства КИС будут размещаться за рубежом через иностранные управляющие компании (УК), стимулируя их передислокацию в Корею. Считалось, что приход иностранных УК в Корею ускорит передачу опыта, улучшит доступ к рыночной информации. Кроме того, в управление национальным УК передавались средства суверенного фонда¹.

На практике для развития отрасли управления активами в большей мере имели значения средства Национального пенсионного фонда (NPF) (табл. 2.39). Для NPF расширен перечень разрешенных активов, сведена к минимуму доля пассивных инвестиций, к участию привлечены внешние управляющие, в том числе зарубежные². До августа 2007 г. все средства переданы внешним управляющим, затем доля внутреннего управления последовательно росла. На конец 2008 г. 35% акций и облигаций управлялись самостоятельно³, на конец 2009 г. — 65% средств фонда⁴, на конец 2010 г. — 70%⁵.

Таблица 2.39. Соотношение средств в КИС и Национальном пенсионном фонде, млрд долл.

		2008	2013	2014	2015
NPF	Средства, переданные внешним управляющим	30,0	136,8	150,7	173,3
КИС	Всего	21,6	72,0	84,7	91,8

Источники: Годовые отчеты КИС и NPF.

¹ См. годовые отчеты Korea Investment Corporation.

² Переход осуществлялся и после 2008 г. (основного периода проведения реформ): доля внешних управляющих NPF возросла с 16% в 2008 г. до 35% в 2014 г., альтернативных инвестиций — с 1% в 2006 г. до 10% в 2014 г., а акций — с 12 до 30% соответственно.

³ *Adams L.* Sovereign Wealth Funds Look for Inside Edge by Managing Money In-House. Institutional Investor. September 24, 2013.

⁴ *Sekine E.* Aiming to Increase Sovereign Wealth: Current and Future Global Investments by Korea Investment Corporation // Nomura Journal of Capital Markets. Winter 2011. Vol. 2. No.3. P. 9.

⁵ *Kim W.* Korea Investment Corporation: It's Origin and Evolution. KDI School of Public Policy and Management Working Paper Series. Working Paper 11-06. August 2011. P. 32.

3

Будущее финансовых рынков Евразии: ориентиры совместного развития и интеграции

3.1. Цели, ориентиры, последовательность / 3.2. Макроэкономические условия / 3.3. Институциональные условия / 3.4. Базовые структуры интеграции / 3.5. Международные финансовые центры Евразии / 3.6. Устранение барьеров: движение капиталов, инвестиций, финансовых услуг / 3.7. Возможности банковского сектора / 3.8. Развитие рынка ценных бумаг / 3.9. Перспективы страхового рынка

3.1. Цели, ориентиры, последовательность

3.1.1. Ключевые цели развития финансовых рынков: мировая практика

Вся практика существования финансовых рынков развитых и новых индустриальных стран¹ показывает, что ключевыми ориентирами для их развития являются:

1) обеспечение притока долгосрочных инвестиций в реальный сектор, в модернизацию и обеспечение устойчивого роста экономик.

Решаются задачи выстраивания «инвестиционно-ориентированной» модели финансовых рынков, покрытия потребностей в финансировании роста и модернизации; преодоления дефицитов средств быстрорастущих секторов экономики, высокотехнологичных отраслей, сегмента инноваций; развития модели финансирования венчурной индустрии, основанной на партнерстве государства и частного сектора. Важную роль играет рост бюджетных ресурсов, вкладываемых в реальный сектор через финансовые рынки (для развитых стран — в периоды глубокого экономического кризиса для стимулирования экономического роста²);

2) финансовое развитие, содействующее ускорению роста и модернизации экономик.

Практически во всех рассмотренных странах³ в период экономического роста создавались условия для:

— увеличения финансовой глубины экономик (повышение насыщенности деньгами, финансовыми активами, инструментами, институтами, технологиями);

— роста нормы инвестиций и сбережений, расширения внутреннего спроса на длинные финансовые активы;

¹ К ним относятся страны, которые прошли через догоняющую модернизацию (страны «экономического чуда»). О практике Китая, Сингапура, Малайзии, Южной Кореи см.: Финансовые стратегии модернизации экономики: мировая практика / под ред. Я. М. Миркина. М.: Магистр, 2014.

² Примеры — план Моне (Франция).

³ Франция, Италия, Испания, Германия, Япония, Китай, Южная Корея, Малайзия, Сингапур.

3. Будущее финансовых рынков Евразии: ориентиры совместного развития и интеграции

- диверсификации и роста внутреннего предложения финансовых инструментов, обеспечивающих все необходимые уровни риска, ликвидности и доходности; снижения налоговой нагрузки на экономику;
 - развития системы налоговых и иных льгот, стимулирующих финансовое развитие, длинные инвестиции в реальный сектор;
 - сокращения чистого вывоза капитала, сужения спекулятивной компоненты, роста доли прямых иностранных инвестиций;
 - нормализации процента, снижения стоимости привлечения капитала, использования селективной кредитной политики для обеспечения финансового развития;
 - снижения немонетарной инфляции; достижения ценовой стабильности;
- 3) повышение конкурентоспособности финансовых рынков.

По мере роста зрелости финансового рынка важным направлением развития является реструктурирование финансовых секторов: рост капитализации финансовых институтов; преодоление избыточности в концентрациях собственности, ликвидности; снижение уровня огосударствления; развитие регулирования рисков на финансовых рынках в соответствии с международными стандартами.

Специфика новых индустриальных экономик (см. выше) наряду с ключевыми ставит дополнительные задачи¹, решение которых необходимо для обеспечения исходных условий успешного развития:

- ослабление олигополий на финансовых рынках, защита конкурентной рыночной среды; развитие регулирования рисков на финансовых рынках в соответствии с международными стандартами²;
- снижение фрагментарности финансовых рынков, зависимости от деятельности нерезидентов (ограничение их влияния);
- преодоление информационных асимметрий на финансовом рынке; обеспечение высокого уровня информационной прозрачности, честности и справедливости ценообразования, защиты инвесторов;
- снижение транзакционных и регулятивных издержек;
- повышение роли государства и саморегулирования в стимулировании развития финансовых рынков как инструмента долгосрочных инвестиций;
- рост эффективности государственного регулирования — преодоление разрыва между функциями финансовых регуляторов, их операционной способностью и выделенными ресурсами, снижение уровня системного риска и волатильности (валютный курс, счет капитала, РЦБ, рынок деривативов).

3.1.2. Основные идеи и концепции развития финансовых рынков Евразии

Базовая концепция — выравнивание уровня развития и доступности финансовых услуг на рынках ЕАЭС, сокращение масштабности различий и разброса, постепенное сближение ключевых качественных и количественных параметров

¹ Финансовый рынок создавался практически с нуля, требовалось решать проблемы с деформациями в его развитии, неконкурентоспособностью на мировом финансовом рынке.

² Аналогичные направления указаны в п. 1 ст. 70 Договора о ЕАЭС.

финансовых рынков и экономики. Параллельно, по мере создания экономических условий — последовательная финансовая гармонизация и либерализация.

Ключевые идеи совместного развития финансовых рынков ЕАЭС:

— реалистичность, развитие в рамках только общих, согласованных интересов и на этой основе достижение максимума возможного в интеграции финансовых рынков ЕАЭС в долгосрочной перспективе;

— сближение / выравнивание финансовых рынков при возможности разносторонней интеграции и гармонизации;

— бенчмарк — быстрорастущие «новые индустриальные экономики»;

— финансовое развитие, рост насыщенности экономик стран ЕАЭС деньгами, финансовыми инструментами и институтами, при обеспечении финансовой стабильности;

— предупреждение избыточной регулятивной нагрузки, препятствующей росту конкурентоспособности развивающихся рынков стран ЕАЭС в глобальных финансах;

— использование лучшей международной практики, включая опыт интеграционных объединений государств, в строительстве и интеграции современных финансовых рынков;

— стимулирование роста ликвидности, диверсификации активов, финансовых инструментов и услуг, финансовых институтов, эмитентов, инвесторов и других участников финансовых рынков.

Сближение/выравнивание финансовых рынков ЕАЭС

Сложившаяся специфика евразийских финансовых рынков ЕАЭС¹ предполагает:

— сближение по уровню развития финансовых рынков с учетом экономических возможностей стран ЕАЭС;

— институциональное сближение на финансовых рынках;

— макроэкономическое сближение;

— выравнивание регулирования на финансовых рынках (во избежание арбитража, с учетом экономических возможностей стран ЕАЭС).

В поле зрения — *ключевые параметры сегментов финансовых рынков и институциональная структура:*

Рынок ценных бумаг — сближение параметров (капитализация и объемы торгов акциями и облигациями, их роль по отношению к размеру экономики и др.) (примеры различий — табл. 3.1); сближение институтов рынка ценных бумаг (участники, инфраструктура, саморегулируемые организации) — устранение несовпадений, появление отсутствующих институтов и видов деятельности (табл. 3.2, 3.3, 3.4)².

¹ Подробнее анализ см. часть I.

² Подробнее см. пп. 1.7.1, 1.7.4, 1.7.5.

3. Будущее финансовых рынков Евразии: ориентиры совместного развития и интеграции

Таблица 3.1. **Фондовые рынки ЕАЭС, 2014 г.**

Показатель	Армения (NASDAQ OMX)	Беларусь (БВФБ)	Казахстан (KASE)	Кыргызстан (КФБ)	Россия (МБ)
Рыночная капитализация, % ВВП	2	1	11	3	22
Объем торгов акциями, % ВВП	0,6	0,1	0,5	0,3	14
Объем выпусков облигаций по номиналу*, % ВВП	0,3	15	19	0,1	6
Объем торговли облигациями*, % ВВП	0,1	3	1	0,1	7

* Корпоративных и региональных облигаций, входящих в список бумаг, допущенных к торгам.

Таблица 3.2. **Участники рынков ценных бумаг ЕАЭС**

Участник РЦБ		Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
Брокерско-дилерские компании	банки	Да (без доп. лицензии)	Да	Да	Да	Да
	инвестиционные компании	Да	Да	Да	Да	Да
Управляющие компании (доверительное управление, управление активами инвестиционных фондов и НПФ)		Да	Да	Да	Да	Да
Инвестиционные фонды		Да	Нет (только ОФБУ)	Да	Да	Да
НПФ		Да	Нет	Нет (законодательно предусмотрены)	Да	Да

Таблица 3.3. **Инфраструктурные институты ЕАЭС**

Участник РЦБ		Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
Депозитарии	кредитные организации	Да (без доп. лицензии)	Да	Да (без доп. лицензии)	Да (без доп. лицензий ¹)	Да
	некредитные организации	Да (без доп. лицензии)	Да	Нет	Да	Да
	Центральный депозитарий	Да	Да	Да	Да	Да

3.1. Цели, ориентиры, последовательность

Окончание табл. 3.3

Участник РЦБ		Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
Регистраторы (реестродержатели)	Центральный регистратор	Да	Нет (функции осуществляет Минфин РБ)	Да	Нет	Нет
	Множественность регистраторов	Нет	Нет	Нет	Да	Да
Трансфер-агенты		Нет	Нет	Да	Нет	Да (без доп. лицензий)
Клиринговые организации		Да (ЦД без лицензии)	Да	Да + ЦД (без лицензии)	Да (биржа и депозитарии без спец. лицензии)	Да
Центральный контрагент (законодательно)		Нет	Нет	Да (не определены полномочия)	Нет	Да
Центральный контрагент как специальное юридическое лицо (фактическое наличие)		Нет (ЦД выступает центральным агентом)	Нет	Нет (KASE — ЦК на рынке деривативов)	Нет	Да
Организатор торгов (оператор регулируемого рынка, биржа)		Да	Да	Да	Да	Да
Торговый репозиторий		Нет	Нет	Да	Нет	Да

¹ В отношении государственных ценных бумаг.

Таблица 3.4. **Саморегулируемые организации на РЦБ ЕАЭС**

Участник РЦБ	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
Саморегулируемые организации	Нет	Да	Да	Да	Да (обязательное участие при наличии СРО)

Банковский сектор — сближение параметров (активы банков по отношению к ВВП, насыщенность экономики банковскими кредитами, доступность банковских услуг и др.) (примеры различий — табл. 3.5); сближение институтов в части прочих небанковских финансовых посредников (табл. 1.77)¹.

Таблица 3.5. **Банковский сектор стран ЕАЭС, 2014 г.**

Показатель	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
Активы банковского сектора, % ВВП	80	64	58	35	106
Внутренний банковский кредит, % ВВП	47	23	33	20	54
Число отделений банков на 100 тыс. человек взрослого населения	22	2	3	8	37

¹ Подробнее см. п. 1.8.

3. Будущее финансовых рынков Евразии: ориентиры совместного развития и интеграции

Страховой рынок — сближение по уровню финансовой глубины рынков (объемы страховых премий и выплат по отношению к размерам экономики и др.) (табл. 3.6); сближение институциональной структуры страхового сектора — введение видов страховых посредников, отсутствующих в настоящее время на рынке страны (табл. 3.7)¹.

Таблица 3.6. **Страховой рынок стран ЕАЭС, 2014 г.**

Показатель	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
Страховые премии, % ВВП	0,6	0,9	0,7	0,3	1,4
Страховые выплаты, % ВВП	0,5	0,4	0,2	0,03	0,7

Таблица 3.7. **Страховые посредники в странах ЕАЭС**

Субъект	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
Страховые (перестраховочные) организации	Да (лицензия)				
Страховые (перестраховочные) брокеры	Да (лицензия)	Да (нет лицензий)	Да (лицензия)	Да (лицензия)	Да (лицензия)
Страховой агент	Да	Да	Да	Да	Да
Актуарий	Да	Законодательно не определены	Да (лицензия)	Да	Да
Сюрвейер	х	х	Да	х	Да
Аджастер	х	х	Да	х	х
Андеррайтер	х	х	Да	х	х
Ассистанс-организация	х	Да	х	х	х
Аварийный комиссар	х	х	х	х	Да

Макроэкономическое сближение — финансовое развитие, рост насыщенности экономик стран ЕАЭС деньгами, финансовыми инструментами и институтами, при обеспечении финансовой стабильности (примеры текущих различий — табл. 3.8)².

¹ Подробнее см. п. 1.9.

² Подробнее см. пп. 1.4.3, 1.4.4, 1.4.8.

3.1. Цели, ориентиры, последовательность

Таблица 3.8. Индикаторы финансового развития ЕАЭС, 2014 г.

	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
М2/ВВП, %	17	12	21	21	45
Внутренний кредит, % ВВП	52	24	35	21	59
Инвестиции / ВВП, %	22	35	26	27	20
Инфляция (CPI), %	4,6	16,2	7,4	10,5	11,4

Выравнивание на финансовых рынках предполагает постепенное сокращение ключевых различий в регулятивных требованиях на основных сегментах финансового рынка, с учетом экономических возможностей стран ЕАЭС: например, требования к капиталу участников рынка ценных бумаг и банков (пример различий — табл. 3.9); максимальные суммы страхового возмещения по банковским депозитам (табл. 1.76) и др.

Таблица 3.9. Требования к капиталу банков ЕАЭС, млн долл.*

	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
Собственный капитал банков, млн долл.	62	26,5	325 (макс.)	8,2	13,7

* По состоянию и по курсу на 24 ноября 2015 г. (подробнее см. пп. 1.8.3).

Исходное условие для сближения и выравнивания финансовых рынков — диверсификация структуры собственности как базы финансовых рынков, переход к массовой модели инвестирования среднего класса. Повышение уровня развития финансового рынка, рост его глубины тесным образом связаны с расширением участия розничных и институциональных инвесторов (в том числе представляющих население) в акционерных капиталах, создание новых классов инвесторов.

Для всех стран ЕАЭС актуально разгосударствление, предупреждение избыточного участия государства в собственности; снижение уровня офшоризации; развитие институтов защиты собственности и прав инвесторов, развитие корпоративного управления¹.

Все это — база для роста капитализации финансовых рынков на основе фундаментальных (вместо преимущественно спекулятивных) факторов, перехода к уровням оценки бизнеса, сопоставимым с «новыми индустриальными экономиками».

¹ Подробнее см. п. 1.1, 1.3.

Гармонизация регулирования на финансовых рынках ЕАЭС

Основные направления гармонизации:

— структуры рынков (сближение, выравнивание): институты; продукты; инфраструктура; регулирование;

— насыщенность, зрелость рынков (сближение, выравнивание).

Модели и последовательность гармонизации (по основным сегментам финансовых рынков и отдельным направлениям регулирования):

1) гармонизация институтов, *последовательность*:

— сначала — условия входа на рынок (лицензия; требования к капиталу и финансовой устойчивости; управление рисками и комплаенс);

— затем — учет, отчетность, аудит, раскрытие информации;

— далее — порядок надзора;

— в завершение — условия выхода с рынка (реорганизация, ликвидация, банкротство);

2) создание интегрированных структур финансовых рынков: модели интеграции, *последовательность*:

— на основе допуска;

— «международные рынки»;

— международные финансовые центры;

3) взаимное признание (инструменты, институты, инфраструктура) — модели, *последовательность*:

— допуск на интегрированные рынки;

— упрощенное «взаимное признание» на основе соблюдения минимального набора требований;

— полное взаимное признание («единый паспорт»);

4) взаимная информационная прозрачность — *последовательность*:

— информационный обмен;

— интегрированные информационные структуры;

5) интеграция финансового регулирования — *последовательность*:

— согласование политик и стратегий развития финансовых рынков ЕАЭС;

— гармонизация национального регулирования;

— наднациональный орган — координация, согласование политик, гармонизация, раскрытие интегрированной информации и обмен ею, регулирование наднациональных финансовых институтов, операционная база для совместных структур;

6) параллельная гармонизация смежных блоков (счет капиталов, валютный режим, финансовая политика (денежная, кредитная, процентная, инвестиционная), макропруденциальный надзор, защита прав собственности налогоплательщиков на финансовых рынках).

Сопоставимый уровень «либеральности» рынков

Либерализация (поэтапная, осторожная, иногда по принципу «один шаг вперед, два шага назад» в зависимости от макроэкономической ситуации) — неотъемлемая часть процесса гармонизации рынков.

В частности, обеспечение свободного движения капиталов в ЕАЭС¹; устранение взаимных барьеров, возникающих при торговле финансовыми услугами²; использование региональных валют в межстрановом обороте³.

В ЕАЭС уже проводится активная работа по согласованию мер либерализации⁴ валютных операций (неприменение требований о получении разрешений — в отношении валютных операций, открытия и ведения банковских счетов между резидентами стран ЕАЭС, об обязательной продаже иностранной валюты⁵ в отношении резидентов своего государства).

Отдельные механизмы либерализации по счету капитала, взаимного открытия рынка финансовых услуг включены в Договор о ЕАЭС⁶. До 1 января 2015 г. действовали несколько соглашений между Россией, Беларусью, Казахстаном, направленные на создание условий для свободного движения капитала между странами⁷. Проводится либерализация в рамках обязательств перед международными организациями⁸.

Сближение/выравнивание, гармонизация, либерализация, качественная реализация идей финансовой интеграции в ЕАЭС требует длительных сроков⁹. Нужна будет концентрация политической воли, координация действий властей. Как показывает международный опыт¹⁰, необходим программный документ — стратегия развития финансовых рынков стран ЕАЭС¹¹, а в его составе — КРІ для оценки выгод финансовой интеграции¹².

¹ В качестве групп операций, либерализуемых, в первую очередь, в соответствии с зарубежной практикой, могут быть выделены: свобода привлечения ПИИ; выход национальных эмитентов любых ценных бумаг и финансовых инструментов на зарубежные рынки; стимулирование привлечения ликвидности — торговля ценными бумагами нерезидентов, а также участие нерезидентов в процессах торговли. Финансовая либерализация может охватывать на первом этапе только рынки ЕАЭС. Аналитическая база — раздел 2.1.1 Отчета по 1-му этапу. См. также пп. 3.6.2

² См. пп. 3.6.1.

³ См. пп. 3.2.2.

⁴ 2 июня 2016 г. Решением Коллегии ЕЭК № 110 одобрен проект Соглашения о согласованных подходах к регулированию валютных правоотношений и принятии мер либерализации (Далее — Соглашение о валютных правоотношениях). Направлен на внутригосударственное согласование в страны ЕАЭС.

⁵ Не распространяются на случаи введения валютных ограничений, предусмотренные международными договорами, сторонами которых являются государства-члены.

⁶ См.: Протокол по финансовым услугам, Приложения 1 и 2 к нему.

⁷ Соглашение от 9 декабря 2010 г. «О торговле услугами и инвестициях в государствах — участниках Единого экономического пространства», от 9 декабря 2010 г. Соглашение «О создании условий на финансовых рынках для обеспечения свободного движения капитала», Соглашение от 9 декабря 2010 г. «О согласованных принципах валютной политики».

⁸ Армения (GATS/SC/137), Кыргызстан (GATS/SC/125), Россия (GATS/SC/149).

⁹ См. пп. 3.1.4.

¹⁰ Систематизирован в пп. 2.1, 2.2.

¹¹ Проект Стратегии развития финансовых рынков стран ЕАЭС до 2025 г. представлен в Отчете по 4-му этапу.

¹² См. пп. 3.1.3.

3.1.3. Целевые ориентиры развития финансовых рынков стран ЕАЭС

Целевые ориентиры включают широкий перечень финансово-экономических показателей (более 45), опираются на КРІ, уже содержащиеся в стратегических документах стран ЕАЭС¹. Предполагается, что в странах ЕАЭС будет осуществляться долгосрочная политика финансового развития («финансового форсажа»)².

В экспертную оценку целевых показателей закладываются:

— повышение уровня финансового развития стран ЕАЭС (рост монетизации экономики и насыщенности кредитами, увеличение нормы накопления и уровня национального сбережения, снижение процента, рост эффективности финансового регулирования);

— рост финансовой стабильности (падение инфляции, стабилизация счета капитала, повышение роли национальных валют³, гармонизация регулятивных требований к капиталу и финансовой устойчивости, адекватная рискам капитализация финансовых институтов, развитие макропруденциального надзора, снижение системного риска, волатильности);

— устойчивый экономический рост, диверсификация экономик; превращение из стран, ориентированных на вывоз капитала, в страны — импортеры капитала (длинных денег, прямых иностранных инвестиций); сокращение зависимости внутренних финансовых рынков от спекулятивной компоненты иностранных портфельных инвестиций;

— повышение международной конкурентоспособности, капитализации финансовых рынков, доступности финансовых услуг; преодоление накопленных деформаций и разбалансированности финансовых систем стран ЕАЭС, рост доли стран ЕАЭС в глобальных финансовых активах.

Целевые ориентиры сгруппированы и представлены в таблицах ниже:

— по уровню финансового развития экономик, интенсивности инвестиций и сбережений в странах ЕАЭС (табл. 3.10);

— по валютной политике, счету капитала, защите инвестиций, избежанию двойного налогообложения (табл. 3.11);

— по инфляции, уровню процента в экономике (табл. 3.12);

— по развитию банковского сектора (табл. 3.13);

— по развитию РЦБ (табл. 3.14);

— по развитию страхового сектора (табл. 3.15);

— по международным рейтингам (табл. 3.16).

¹ Перечень документов отражен в приложениях 1, 2.

² О политике финансового развития (financial development) см.: Финансовые стратегии модернизации экономики: мировая практика / под ред. Я. М. Миркина. М.: Магистр, 2014. Гл. 1.

³ В соответствии с решением Высшего Евразийского экономического совета от 8 мая 2015 г. № 11 «Об основных ориентирах макроэкономической политики государств — членов Евразийского экономического союза на 2015—2016 гг.».

3.1. Цели, ориентиры, последовательность

Таблица 3.10. **Целевые ориентиры по уровню финансового развития экономик стран ЕАЭС¹**

Показатель	Период	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
1. Финансовое развитие						
Доля совокупных финансовых активов стран ЕАЭС в глобальных финансовых активах, % ²	2014	Доля ЕАЭС — 1—1,5				
	2025	Доля ЕАЭС — 3—3,5				
Уровень монетизации экономики (М2/ВВП, %) ³	2014	17	12	21	21	45
	2025 ⁴	40—45				60—70
	Справочно: в «новых индустриальных экономиках» в период модернизации — 70—100; в развитых экономиках — 100—120					
Внутренний кредит частному сектору/ВВП, % ⁵	2014	52	24	35	21	59
	2025 ⁶	70—80	40—50	55—65	40—50	70—80
	Справочно: в «новых индустриальных экономиках» в период модернизации — 50—100					
Доля активов небанковских финансовых организаций в общих активах финансового сектора, %	2014	5	2	22	20	10
	2025 ⁷	10—15		25—30	25	15—18
2. Инвестиции и сбережения						
Инвестиции/ВВП, % ⁸	2014	22	35	26	27	20
	2025 ⁹	26—27	30—35	30—35	35—36	28—32
	Справочно: в «новых индустриальных экономиках» в период модернизации — свыше 30—40					
Национальные сбережения/ВВП, % ¹⁰	2014	13	29	27	13	23
	2025 ¹¹	23—25	30—35	30—35	20—30	30—35
Входящие накопленные ПИИ/ВВП, % ¹²	2014	57	23	61	48	20
	2025	70—80	40—50	70—80	70—80	40—50
Доля взаимных инвестиций стран ЕАЭС в объеме входящих накопленных ПИИ всех стран ЕАЭС, % ¹³	2014	2,6				
	2025	5—15				
Доля ПИИ из офшорных юрисдикций во входящих ПИИ (накопленных), % ¹⁴	2013	11	17	52	5	72
	2025	Не выше 20		25—30	Не выше 10—15	25—30
Входящие накопленные портфельные инвестиции/ВВП, % ¹⁵	2014	7	2,5	12	0,1	8
	2025	11—20	8—15	14—20	11—16	12—18

3. Будущее финансовых рынков Евразии: ориентиры совместного развития и интеграции

Окончание табл. 3.10

Показатель	Период	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
Портфельные инвестиции/ПИИ (входящие накопленные), %	2014	12	11	20	0,3	41
	2025	15—25	20—30	20—25	15—20	30—35

¹ Детальнее по источникам показателей 2014 г. см. пп. 1.4.3—1.4.6.

² Россия — оценки по данным McKinsey Global Financial Stock Database.

³ Показатели М2 и ВВП — данные IMF IFS.

⁴ РА — 45,5% (с. 27, Стратегия развития 2014—2025 РА); РК — 34,8% к 2020 г. (Прогноз 2016—2020 РК).

⁵ Domestic Credit to Private Sector, % of GDP — данные World Bank Database.

⁶ РБ — 90% к 2015 г. (Программа развития 2011—2015 РБ); РК — ссудный портфель — не менее 60% нефтефтяного ВВП (Концепция 2030 РК); объем кредитов банков экономике — не ниже 30% к 2018 г. (План ЦБ РК); КР — кредиты финансово-кредитных учреждений — 23,5% (Направления_банки 2014—2017 КР); РФ — 55—60% на 2016 г. (Стратегия_банки РФ), свыше 70% к концу 2018 г. (с. 58, ОН ФР (проект) 2016—2018 РФ).

⁷ РК — не менее 25% к 2018 г. (План ЦБ РК).

⁸ Total Investment, % of GDP — данные IMF WEO.

⁹ РА — (с. 25—27, Стратегия развития 2014—2025 РА); РБ — не менее 25% (раздел 8.6, Стратегия развития 2030 РБ); РК — не менее 30% (Концепция 30 РК); КР — 35,9% к 2017 г. (Национальная стратегия КР); РФ — 27% (Указ Президента о долгосрочной экономической политике 2012 РФ).

¹⁰ Gross National Savings,% of GDP — данные IMF WEO.

¹¹ РА — 23,2% (с. 27, Стратегия развития 2014—2025 РА).

¹² Inward Foreign Direct Investment Stocks — UNCTADstat; ВВП (GDP, US dollars) — IMF WEO.

¹³ Рассчитана как сумма ПИИ (входящих накопленных) из других стран ЕАЭС к совокупному объему ПИИ (входящих накопленных) всех стран ЕАЭС — по данным IMF Coordinated Direct Investment Survey Inward Foreign Direct Investment.

¹⁴ Inward Direct Investment Position — данные IMF Coordinated Direct Investment Survey.

¹⁵ IIP Portfolio Investment Liabilities — IMF IFS.

Таблица 3.11. **Целевые ориентиры по валютной политике, счету капитала, защите инвестиций, избежанию двойного налогообложения в странах ЕАЭС¹**

Показатель	Период	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
1. Валютная политика						
Кредиты, выданные в иностранной валюте / Кредиты экономике на конец соответствующего периода, % ²	2014	72	52	30	58	26
	2025	30	20	15—20	20	15—20
Справочно: по странам БРИКС — 13, по группе латиноамериканских стран (LAC) — 34, по группе африканских стран южнее Сахары (SSA) — 19, по группе развивающихся стран в целом (EMDC) — 38 ³						

Показатель	Период	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
Депозиты в иностранной валюте / Всего депозитов на конец соответствующего периода, % ⁴	2014	67*	70	44	56	24**
	2025	27—30	30	25	25—27	15—18
	Справочно: БРИКС — 17, по группе латиноамериканских стран (LAC) — 38, по группе африканских стран южнее Сахары (SSA) — 22, по группе развивающихся стран в целом (EMDC) 39 ⁵					
Количество заключенных международных соглашений о защите инвестиций ⁶	2014	44	66	56	37	78
	2025	70—80	90	80—90	70	100
	Справочно: средний уровень по странам ЕС — 90—100 соглашений на страну ⁷					
Количество заключенных договоров об избежании двойного налогообложения между странами ⁸	2014	35	62	46	22	80
	2025	60	70	65	50	90
	Справочно: средний уровень по странам ЕС — 70—75 соглашений на страну ⁹					

* В Армении большую долю (около 25%) занимают депозиты нерезидентов.

** В России депозиты нерезидентов — физических лиц — менее 1%.

¹ Детальнее по источникам показателей 2014 г. см. Отчет по 3-му этапу, раздел 5.1.1.3.

² Армения — данные Центрального банка Армении по состоянию на декабрь 2014 г., Monetary and Financial Statistics, Loans and Deposits // <https://www.cba.am/en/SitePages/statmonetaryfinancial.aspx>.

Беларусь: Отчет Национального банка за 2014 г. Утвержден Указом Президента Республики Беларусь от 11 мая 2015 г. № 206.

Казахстан: Годовой отчет Национального банка Республики Казахстан за 2013 г. Утвержден Указом Президента Республики Казахстан от 24 мая 2014 г. № 822.

Кыргызстан: Годовой отчет Национального банка Кыргызской Республики за 2014 г. Годовой отчет Национального банка Кыргызской Республики за 2014 г. Утвержден постановлением Правления Национального банка Кыргызской Республики от 20 марта 2015 г. № 18/1.

Россия: Обзор банковского сектора Российской Федерации (интернет-версия), № 147, январь 2015 г., Банк России // http://www.cbr.ru/analytics/bank_system/obs_1501.pdf.

³ Ben Naceur S., Hosny A., Hadjian G. How to De-Dollarize Financial Systems in the Caucasus and Central Asia? / IMF Working Paper. WP/15/203, 2015. Figure 1: Dollarization in Selected Countries (2014 г.).

⁴ Ibid.

⁵ Ibid.

⁶ Различия по составу соглашений о защите инвестиций существуют и на уровне самих стран ЕАЭС. В частности, следует отметить отсутствие такого соглашения между Россией и Беларусью, Беларусью и Казахстаном, Россией и Кыргызстаном. В 2008 г. было подписано Соглашение между Правительством РФ, Правительством Республики Беларусь, Правительством Республики Казахстан, Правительством Кыргызской Республики, а также Правительством Республики Таджикистан от 12.12.2008 «О поощрении и взаимной защите инвестиций в государствах — членах Евразийского экономического сообщества», однако по совокупности условий оно вступило в силу только с 11 января 2016 г.

⁷ <http://eukonvent.org/wp-content/uploads/2014/10/5.-Bilateral-investment-treaties.pdf>, включая заключенные соглашения с третьими странами и странами ЕС (2014 г.).

⁸ По состоянию на март 2015 г. соглашения об избежании двойного налогообложения заключили между собой все страны, между Кыргызстаном и Арменией соглашение парафировано, но не вступило в силу.

⁹ Рассчитано по данным Европейской комиссии http://ec.europa.eu/taxation_customs/taxation/individuals/treaties_en.htm.

3. Будущее финансовых рынков Евразии: ориентиры совместного развития и интеграции

Таблица 3.12. **Целевые ориентиры по инфляции, уровню процента**¹

Показатель	Период	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргыз-стан	Россия
Инфляция (индекс потребительских цен),% годовых, декабрь к декабрю	2014 ²	4,6	16,2	7,4	10,5	11,4
	Целевые ориентиры стратегий	4 (+/–1,5) (2014—2025 гг.) ³	3—4 (2021—2030 гг.) ⁴	3-4 (2020 г.) ⁵	7 (2018 г.) ⁶	3,5 (2016—2020 гг.) ⁷ 4 (2017—2018 гг.) ⁸
	2025	3—5				
Ставка по кредитам (для юридических лиц — не банков) ⁹	2014 ¹⁰	16,4	18,7	11,0	15,5	11,1
	2025	5—7				
Ставка по депозитам (для физических лиц) ¹¹	2014 ¹²	10,4	18,6	10,4	9,8	6,0
	2025	4—6				

¹ Подробнее по источникам показателей 2014 г. — см. Отчет по 3-му этапу, раздел 5.1.1.6.8.

² IMF WEO Database, October 2015 (показатель — «Inflation, End of Period Consumer Prices (Index)»).

³ Стратегия развития 2014—2025 РА.

⁴ Стратегия развития 2030 РБ, п. 8.4

⁵ Прогноз 2016—2020 РК, п. IV.3.

⁶ Прогноз 2016—2018 КР.

⁷ Концепция 2020 РФ.

⁸ ОНЕРДКП 2016—2018 РФ.

⁹ Показатель статистики IMF — «Interest Rates, Lending Rate, Percent per Annum».

¹⁰ IMF IFS (за исключением Казахстана); Национальный банк Республики Казахстан (Статистические бюллетени НБК за 2002—2015 гг., показатель — ставки по краткосрочным кредитам (до одного года), выданным банками небанковским юридическим лицам). Для РФ соответствует средневзвешенной ставке по депозитам физических лиц в кредитных организациях (включая Сбербанк России) сроком до одного года (www.cbr.ru).

¹¹ Показатель IMF IFS — «Lending Rates, Lending Rate, Percent per Annum».

¹² IMF IFS (за исключением Казахстана); Национальный банк Республики Казахстан (раздел сайта «Статистика», показатель «Ставки вознаграждения банков по привлеченным депозитам (по срокам и видам валют)»). Для РФ соответствует средневзвешенной ставке по депозитам физических лиц в кредитных организациях (включая Сбербанк России) сроком до одного года. Для Казахстана — среднеарифметическое ставок по трем видам срочности депозитов (до одного месяца, от одного до трех месяцев, свыше трех месяцев).

3.1. Цели, ориентиры, последовательность

Таблица 3.13. **Целевые ориентиры по развитию банковского сектора стран ЕАЭС¹**

Показатель	Период	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
Активы банковского сектора / ВВП, % ²	2014	80	64	58	35	106
	2025 ³	90—100	80—90	80—90	50—60	120—125
Уровень концентрации активов в банковском секторе (Активы 5 крупнейших банков / Активы банковского сектора) ⁴	2014	46	76	41	54	55
	2025 ⁵	40—45				
Капитал/ Активы банков, % ⁶	2014	14	13	12	16	9
	2025 ⁷	9—12				
	Справочно: в странах ОЭСР — 7,3 (тенденция роста); в странах Центральной Европы и Балтии — 11,5; в США — 11,7					
Банковские депозиты/ ВВП, % ⁸	2014	36	24	29	19	29
	2025	45—55	40—50	40—50	30—40	50—60
Доля депозитов физических лиц в банковских депозитах, % ⁹	2014	51	63	39	42	63
	2025	60	65	50—60		65
Доля просроченных кредитов в банковских кредитах, % ¹⁰	2014	7	4	24	5	7
	2025 ¹¹	менее 5				
Число отделений на 100 тыс. человек взрослого населения ¹²	2013	21	2	3	8	38
	2025	30	20—25			40—45

¹ Детальнее по источникам показателей 2014 г. — подробнее см. пп. 1.8.1—1.8.2.

² Total Gross Assets, Other Depository Corporations — данные IMF IFS; ВВП (GDP, US dollars) — IMF World Economic Outlook Database. См. табл. 1.68.

³ РБ — 75% к 2020 г. (при создании МФЦ — 105%) (Программа развития 2011-2015 РБ); РК — не менее 80% ненефтяного ВВП (Концепция 2030 РК); КР — 37% к 2017 г. (Направления_банки 2014—2017 КР); РФ — 120—125 к концу 2018 г. (с. 58, ОН ФР (проект) 2016—2018 РФ).

⁴ См. табл. 1.68.

⁵ РК — 51% (План ЦБ РК).

⁶ Bank Capital to Assets Ratio,% — данные World Bank Database.

⁷ РФ — 14—15% на 2016 г. (Стратегия_банки РФ), 11,5% к концу 2018 г. (с. 58, ОН ФР (проект) 2016—2018 РФ).

⁸ См. табл. 1.74.

⁹ См. сноску выше.

¹⁰ Bank Non-Performing Loans to Total Gross Loans, % — данные World Bank Database.

¹¹ РК — не более 10% к 2018 г. (План ЦБ РК).

¹² Commercial Bank Branches per 100 000 Adults — данные World Bank Database.

3. Будущее финансовых рынков Евразии: ориентиры совместного развития и интеграции

Таблица 3.14. **Целевые ориентиры по развитию РЦБ стран ЕАЭС¹**

Показатель	Период	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
Капитализация рынка акций/ВВП, %	2014	2	0,8	11	2,7	22
	2025 ²	15—20	15—20	50—70	15—20	100
	Справочно (2012): в странах ОЭСР — 84; в странах Центральной Европы и Балтии — 22; в странах Восточной Азии и Тихоокеанского региона — 67 ³					
Объем биржевой торговли акциями/ВВП, %	2014	0,6	0,1	0,5	0,3	14
	2025 ⁴	5—10	3—5	20—30	3—5	60—80
	Справочно: в странах ОЭСР — 125; в странах Центральной Европы и Балтии — 7 (2012); в странах Восточной Азии и Тихоокеанского региона — 104 ⁵					
Объем выпусков облигаций (корпоративных и региональных), входящих в список бумаг, допущенных к торгам/ВВП, %	2014	0,3	15	19	0,1	6
	2025 ⁶	Не менее 3-5	Не менее 15—20	Не менее 20—25	Не менее 3—5	Не менее 15—20
	Справочно (2013): в развитых странах — 44; в развивающихся странах Восточной Азии и Тихоокеанского региона — 27,5; в Польше и Венгрии — 2 и 23 ⁷					
Объем биржевой торговли облигациями/ВВП, %	2014	0,1	3,2	1,3	0,1	6,6
	2025	5—10	15—20	20—25	3—5	80—100
Доля акций, находящихся в свободном обращении (free-float), %	2014	10—15	< 20	25,8	7	32,3
	2025 биржевой free-float	25—35	25—30	35—40	20—30	40—50
	2025 free-float в акционерных капиталах	15—20	15—20	20—25	10—15	25—30
Концентрация рынка (доля объема торгов акциями, приходящаяся на 5% компаний с наибольшей рыночной капитализацией)	2014	52,1	52,1	66,8	н/д	66,8
	2025	30—50				
Концентрация рынка (доля объема торгов акциями, приходящаяся на 5% компаний с наибольшим объемом торгов)	2014	95	74	74	н/д	88

3.1. Цели, ориентиры, последовательность

Окончание табл. 3.14

Показатель	Период	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
	2025	50—60				
Количество компаний, акции которых входят в список бумаг, допущенных к торгам	2014	11	67	77	21	266
	2025	30—40	140—150	160—170	40—50	450—550
Количество эмитентов облигаций, входящих в список бумаг, допущенных к торгам	2014	6	83	72	5	370
	2025 ⁸	30—50	300—350	250—300	30—50	650—700

¹ Источники показателей 2014 г. — см. пп. 1.7.1, табл. 1.43.

² РФ — 105% к 2020 г. (Стратегия финансового рынка 2020 РФ).

³ Market Capitalization of Listed Companies (% of GDP) — World Bank Database.

⁴ РФ — 146% к 2020 г. (Стратегия финансового рынка 2020 РФ).

⁵ Stocks Traded, Total Value (% of GDP) — World Bank Database.

⁶ РФ — стоимость корпоративных облигаций в обращении к ВВП — 12% к 2020 г. (Стратегия финансового рынка 2020 РФ).

⁷ Outstanding Domestic Private Debt Securities (% of GDP) — данные World Bank Database.

⁸ РК — 133 компании к 2018 г. (План ЦБ РК).

Таблица 3.15. **Целевые ориентиры по развитию страхового сектора¹**

Показатель	Период	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
Страховые премии / ВВП (без ОМС), %	2014 ²	0,6	0,9	0,7	0,3	1,4
	2025	2	2—2,5	2	1,5	4
	ориентиры из стратегий / обособление	уровни, аналогичные РК, РБ, КР, рост за счет обязательных видов	за 2010—2015 гг. план прироста — 50% ³ , факт — 13%; взят целевой показатель стратегии на 2015 г.	рост абсолютного объема в 2—2,5 за 2015—2025 гг. ⁴	рост до 5 раз за 2013—2017 гг., в соответствии с темпами достижения 0,5 в 2017 г. ⁵	2,9 к 2020 г. ⁶
	Средний уровень показателя для стран ОЭСР за 2013 г. (за исключением Люксембурга и Ирландии, финансовых офшорных страховых центров) колебался в пределах 6,2—6,8 в 2004—2013 гг. ⁷					

3. Будущее финансовых рынков Евразии: ориентиры совместного развития и интеграции

Окончание табл. 3.15

Показатель	Период	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
Доля добровольных видов страхования в объеме совокупной страховой премии ⁸ , %	2014 ⁹	26 ¹⁰	64	75	91	72
	2025	60	80	90	80	90
	ориентиры из стратегий / обоснование	—	опережающий рост добровольных видов при параллельном росте обязательных видов	весь рост за счет добровольных видов	вначале — развитие обязательных видов	90% к 2020 г. ¹¹
Активы страховых организаций / ВВП ¹² , %	2014 ¹³	0,9	2	1,6	0,7	2,2
	2025	15—25 ¹⁴				
	30—50 — средний показатель по миру (2008—2012 гг.) ¹⁵					
Доля страхования жизни (включая добровольное пенсионное) в общем объеме страховых премий ¹⁶ , %	2014 ¹⁷	—	6,5	20	менее 1% ¹⁸	13
	2025	30—40				
	В среднем по ОЭСР — 50 (в течение 2003—2013 гг.) ¹⁹					

¹ Источники показателей 2014 г. см. Отчет по 3-му этапу, раздел 5.1.1.10; OECD Insurance Statistics; Helgi Analytics.

² Данные национальной статистики: Современное состояние страхового надзора и регулирование страховой деятельности в государствах — участниках СНГ (информационно-аналитический материал). 2014 г.; Статистический бюллетень Банка России № 3. 2015; Сводный отчет о страховых премиях, принятых по договорам страхования по регионам РК. Национальный банк РК. 2015. 1 янв.; Годовой отчет о деятельности Государственной службы регулирования и надзора за финансовым рынком при Правительстве Кыргызской Республики (Госфиннадзор) за 2014 год; Структура поступлений страховых взносов и страховых выплат за 2014 г. Министерство финансов РБ; Показатель «Insurance Premiums (Total)» базы данных Центрального банка Армении (<https://databank.cba.am>). ВВП — данные национальной статистики.

³ Программа страхования 2011—2015 от 2011 РБ.

⁴ Пункт 5, Концепция 2030 РК.

⁵ Концепция страхования 2013—2017 КР.

⁶ Стратегия страховой деятельности 2020 РФ.

⁷ OECD Insurance Statistics.

⁸ Характеризует опережающий рост премий по добровольным видам страхования в сравнении с обязательными.

⁹ Современное состояние страхового надзора и регулирование страховой деятельности в государствах — участниках СНГ. 2014 г.; Статистический бюллетень Банка России № 3. 2015; Сводный отчет о страховых премиях, принятых по договорам страхования по регионам РК. Национальный банк РК. 2015. 1 янв.; Структура поступлений страховых взносов и страховых выплат за 2014 г. Министерство финансов РБ;

3.1. Цели, ориентиры, последовательность

О деятельности страховых компаний Кыргызской Республики в 2010—2014 гг. Национальный статистический комитет Кыргызской Республики. 2015. 27 авг.

¹⁰ Страховые премии кроме премий по ОСАГО и медицинскому страхованию (частично обязательное для государственных служащих). Источник: Statistical Bulletin of Central Bank of Armenia. 2014. Annual. P. 102.

¹¹ Стратегия страховой деятельности 2020 РФ.

¹² Как индикатор на 2015 г. и 2017 г. в стратегиях Беларуси и Кыргызстана, соответственно.

¹³ База данных Центрального банка Армении (<https://databank.cba.am>), показатель “Total Assets of Insurance Corporations”; Бюллетени банковской статистики Национального банка Республики Беларусь; Раздел статистики Национального банка РК; Госфиннадзор Республики Кыргызстан; Статистический бюллетень Банка России. 2015. № 3; ВВП — данные национальной статистики.

¹⁴ Для Кыргызстана размер активов страховых компаний планируется довести до 2300,0 млн сомов, или в 2,2 раза больше, чем в 2011 г. (2300,0/1054,9).

¹⁵ Источник — Helgi Analytics.

¹⁶ Как показатель уровня развития страхового рынка и структуры страховых премий (показатель структуры страховых премий в статистике OECD).

¹⁷ Данные национальной статистики: Статистический бюллетень Банка России. 2015. № 3; Сводный отчет о страховых премиях, принятых по договорам страхования по регионам РК. Национальный банк РК. 2015. 1 янв.; Годовой отчет о деятельности Государственной службы регулирования и надзора за финансовым рынком при Правительстве Кыргызской Республики (Госфиннадзор) за 2014 год; Структура поступлений страховых взносов и страховых выплат за 2014 г. Министерство финансов РБ; база данных Центрального банка Армении (<https://databank.cba.am>).

¹⁸ За 9 месяцев 2014 г. (См.: Дюжигов Е. Ф. К общим подходам к регулированию и единому страховому рынку ЕАЭС // Финансы. 2015. № 9. С. 33).

¹⁹ OECD Insurance Statistics.

Таблица 3.16. **Целевые ориентиры по международным рейтингам, формирующие условия для развития финансовых рынков¹**

Показатель	Период	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
Международный кредитный рейтинг (Standard&Poor's, Fitch Ratings, Moody's)	10/2015	Вa3, В+	В-, Сaa1	BBB, Baa2, BBB+	нет	BB+, Ba1, BBB-
	2025 ²	A (A2)			BBB- (Baa3)	A (A2)
Doing Business	2014	45	57	77	102	62
	2025 ³	Топ-15—20	Топ-30	Топ-30	Топ-30	Топ-15—20
Doing Business «Налогообложение»	2014	41	60	17	136	49
	2025	Топ 20—40				
Doing Business «Получение кредитов»	2014	36	104	71	36	61
	2025	Топ 20—50				
Doing Business «Защита миноритарных инвесторов»	2014	49	94	25	35	100
	2025 ⁴	Топ 20—30				

3. Будущее финансовых рынков Евразии: ориентиры совместного развития и интеграции

Окончание табл. 3.16

Показатель	Период	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
Global Competitiveness Index (WEF) Фактор «Развитость финансового рынка»	2014—2015	97	x	98	95	110
	2025	Топ 50—70				
Global Financial Centres Index (GFCI)	Сентябрь 2016	x	x	Алматы 70	x	Москва 84 Санкт-Петербург 85
	2025 ⁵	x	x	Топ-10—30	x	Топ-10—30
International Financial Center Development Index (IFCDI Xinhua-Dow Jones)	2014	x	x	x	x	Москва 33
	2025 ⁶	x	x	Топ-20—30	x	Топ-10—20

¹ Детальнее по источникам показателей 2014 г. см. Отчет по 3-му этапу, раздел 4.1.1.3.

— Doing Business 2015. Going Beyond Efficiency. World Bank Group. June, 2014.

— The Global Competitiveness Report 2014-2015. Insight Report. Full Data Edition. World Economic Forum. 2014.

— The Global Financial Centres Index 18. Long Finance, 2-2015 (September 2015).

— Xinhua Dow Jones International Financial Centers Development Index (2014). National Financial Information Center Index Research Institute, Standard & Poor's Dow Jones Index Co. November 2014.

— 2015 Index of Economic Freedom // <http://www.heritage.org/index/ranking>.

— The Corruption Perceptions Index 2014.

² КР — получение суверенного кредитного рейтинга от международных агентств (Национальная стратегия КР); РФ — (Приложение 1; паспорт подпрограммы 7, Госпрограмма № 320 РФ).

³ Армения — (Стратегия развития 2014—2025 РА. С. 34); КР — к 2017 г. (Национальная стратегия КР). РФ — 20-е место в 2018 г. (Указ Президента о долгосрочной экономической политике 2012 РФ).

⁴ РК — 21-е место к 2018 г. (План ЦБ РК).

⁵ РК — (План 2020_К); РФ — к 2020 г. (Приложение 1; паспорт подпрограммы 7, Госпрограмма № 320 РФ).

⁶ РФ — к 2020 г. (Приложение 1; паспорт подпрограммы 7, Госпрограмма № 320 РФ).

3.1.4. Будущее развитие: ключевые этапы, последовательность и сроки

Ключевой ориентир — 2025 г., когда страны ЕАЭС предполагают завершить гармонизацию финансового законодательства и создать наднациональный орган регулирования¹.

До 2025 г. необходимо создать базовые условия для интеграции финансовых рынков ЕАЭС, начать процесс постепенного выравнивания уровней их развития, повышения финансовой стабильности.

Последовательность развития и интеграции финансовых рынков ЕАЭС — табл. 3.17.

Таблица 3.17. Последовательность будущего совместного развития финансовых рынков ЕАЭС

Этап	2016—2020 гг.		2021—2025 гг.	После 2025 г.
I Этап	Формирование ключевых интегрированных структур финансовых рынков, обеспечение взаимного признания финансовых инструментов и институтов, обеспечение информационной прозрачности, согласование стратегий развития			Дальнейшее развитие
II Этап	Предварительные работы	Значительное продвижение в гармонизации регулятивных и институциональных условий финансовых рынков стран ЕАЭС, обеспечении их взаимной информационной прозрачности		
III Этап	Предварительные работы	Создание ядра интегрированного финансового регулирования стран ЕАЭС		
IV Этап	Предварительные работы		Устранение ключевых взаимных барьеров при передвижении капиталов, инвестиций, финансовых услуг между странами ЕАЭС	
V Этап	Предварительные работы			Всесторонняя интеграция финансовых рынков и регулирования, углубление гармонизации, переход к унификации регулятивных и институциональных условий

Предложенные этапы развития не являются взаимоисключающими, предполагая концентрацию ресурсов и усилий на решении определенной группы задач.

¹ К 2025 г. в Договоре о ЕАЭС приурочено обеспечение условий согласованного регулирования финансовых рынков, углубление экономической интеграции в целях создания общего финансового рынка и свободы доступа, защиты прав и законных интересов потребителей финансовых услуг, условий для взаимного признания лицензий в банковском и страховом секторах, на рынке ценных бумаг, сближение с международными стандартами регулирования, включая пруденциальные требования (ст. 103, п. 1 ст. 70 Договора о ЕАЭС). В перспективе может быть рассмотрен вопрос о передаче наднациональному регулятору полномочий по лицензированию отдельных категорий участников финансового рынка — см. пп. 3.4.4.

I этап (с 2016—2017 гг.) — формирование ключевых интегрированных структур финансовых рынков, обеспечение взаимного признания финансовых инструментов и институтов, обеспечение информационной прозрачности, согласование стратегий развития

Первый этап включает (табл. 3.18):

- начало формирования интегрированных сегментов на рынке ценных бумаг, в банковском и страховом секторах (см. пп. 3.4.1);
- согласование стратегий развития финансовых рынков ЕАЭС — имплементация положений единой стратегии ЕАЭС (при ее утверждении ЕАЭС) в национальные стратегии развития финансовых рынков стран ЕАЭС, синхронизация национальных стратегий в части ключевых проектов и целевых показателей; совместный мониторинг и обмен информацией о реализации стратегий; сближение и выравнивание структуры рынков;
- развитие интегрированной информационной системы финансовых рынков (см. пп. 3.4.2);
- создание необходимой инфраструктуры для запуска МФЦ ЕАЭС (см. п. 3.5);
- формирование макроэкономических (см. п. 3.2) и институциональных (см. п. 3.3) условий гармонизации.

II этап (с 2017—2018 гг.) — значительное продвижение в гармонизации регулятивных и институциональных условий финансовых рынков стран ЕАЭС, обеспечении их взаимной информационной прозрачности

На втором этапе могут произойти (табл. 3.19):

- интенсификация процесса гармонизации политики регулирования и законодательства на ключевых сегментах финансовых рынков стран ЕАЭС (рынок ценных бумаг, банковский и страховой рынки) по основным блокам вопросов: финансовые институты, финансовые инструменты, инфраструктура рынка (см. п. 3.7, 3.8, 3.9);
- выравнивание условий и согласование систем защиты прав собственности и корпоративного контроля (см. пп. 3.3.2);
- гармонизация ключевых понятий на финансовом рынке — установление укрупненных классов и групп понятий (участников, услуг, инструментов, операций, базовых требований и др.), носящих более общий характер по отношению к национальному законодательству, устранение «терминологических пробелов» в законодательствах стран ЕАЭС, внедрение гармонизированных понятий в нормативные акты и документы национального и наднационального уровня;
- гармонизация и развитие систем защиты прав потребителей финансовых услуг и инвесторов (см. пп. 3.4.5).

3.1. Цели, ориентиры, последовательность

Таблица 3.18. I этап — формирование ключевых интегрированных структур финансовых рынков, обеспечение взаимного признания финансовых инструментов и институтов, обеспечение информационной прозрачности, согласование стратегий развития

Год	Интегрированные сегменты		Стратегии развития финансовых рынков	Интегрированная информационная система	Система МФЦ ЕАЭС	Макроэкономические и институциональные условия гармонизации	
	РЦБ и банковский сектор	Страховой рынок				Координация/согласование:	Координация/согласование:
2016—2019	<p>Взаимный допуск брокеров-дилеров на биржи.</p> <p>Гармонизация требований к торговле, расчетам, клирингу на биржах.</p> <p>Взаимное признание выпусков ценных бумаг, выпусков ценных инструментов.</p> <p>Стандарты выпуска и обращения ПФИ, сделок репо.</p> <p>Оказание брокерами-дилерами-нерезидентами, допущенными на биржи ЕАЭС, услуг клиентам-резидентам</p>	<p>Создание общей пестраховочной компании.</p> <p>Взаимное признание полисов ОСАГО</p>	<p>Согласование стратегий развития финансовых рынков.</p> <p>Сближение/выравнивание структуры рынков</p>	<p>Реестр лицензий участников, реестр ценных бумаг, проспектов, квалификационных документов, СРО.</p> <p>Ключевая информация о рынках.</p> <p>Единая правовая база.</p> <p>Объединенные системы (базы):</p> <ul style="list-style-type: none"> — раскрытия финансовой и корпоративной информации; — кредитных историй; — страховых договоров. <p>База данных по вопросам защиты потребителей.</p> <p>Единая база регулятивных санкций</p>	<p>Соглашение о МФЦ.</p> <p>Законодательная, ресурсная база.</p> <p>Благоприятные налоговые, правовой, валютный режимы (приоритет — компании-нерезиденты).</p> <p>Регулирование «пула ликвидности» иностранных финансовых институтов для запуска МФЦ</p>	<p>Координация/согласование:</p> <ul style="list-style-type: none"> — макроэкономической, валютной, денежно-кредитной политики, — налоговой политики <p>Координация/согласование:</p> <ul style="list-style-type: none"> — программ приватизации и антидопирования; — налоговой политики <p>на финансовом рынке</p>	<p>Национальные и совместные программы содействия диверсификации капиталов бизнеса</p>
2020—2025	<p>Создание расчетно-депозитарного и торгового кластера.</p> <p>Создание интегрированного рынка МБК</p>	<p>Продолжение работ</p>	<p>Статистическая и регулятивная информация по сегментам, участникам, о рейтинговых агентствах, макроэкономического макропродвижения надзора</p>	<p>«Запуск» МФЦ</p>	<p>Соглашения</p>	<p>Национальные и совместные программы содействия диверсификации капиталов бизнеса</p>	

3. Будущее финансовых рынков Евразии: ориентиры совместного развития и интеграции

Таблица 3.19. II этап — значительное продвижение в гармонизации регулятивных и институциональных условий финансовых рынков стран ЕАЭС, обеспечении их взаимной информационной прозрачности

II этап — финансовые институты

Год	Банковский сектор	Рынок ценных бумаг	Страховой сектор
2017—2021	<p>План согласованного внедрения Базеля II и III для КО</p> <p>Мониторинг и оценка степени готовности КО к новым требованиям Базеля II и Базеля III и оценка их воздействия на банковский сектор</p> <p>Гармонизация требований к созданию и лицензированию КО, капиталу, системе управления рисками и комплаенс, квалификации и деловой репутации</p>	<p>Концепция и план внедрения риск-ориентированного надзора для профессиональных участников РЦБ и институтов коллективных инвестиций</p> <p>Гармонизация требований к созданию и лицензированию профессиональных участников РЦБ, капиталу, системе управления рисками и комплаенс, квалификации и деловой репутации, деятельности СРО</p>	<p>Гармонизированная структура лицензируемых видов деятельности.</p> <p>Концепция и план внедрения риск-ориентированного надзора для профессиональных участников страхового рынка</p> <p>Гармонизация требований к созданию и лицензированию профессиональных участников страхового рынка, финансовой устойчивости и платежеспособности, системе управления рисками и комплаенс, квалификации и деловой репутации, деятельности СРО</p>
2022—2025	<p>Стандарты ЕАЭС по раскрытию информации КО.</p> <p>Гармонизация требований к учету, отчетности и аудиту на основе МСФО и МСА.</p> <p>Гармонизация требований к надзору. Упрощенное «взаимное признание» КО на основе минимального набора требований</p>	<p>Стандарты ЕАЭС по раскрытию информации профессиональными участниками РЦБ.</p> <p>Гармонизация требований к учету, отчетности и аудиту на основе МСФО и МСА.</p> <p>Гармонизация требований к надзору; апробация и оценка готовности институтов РЦБ к риск-ориентированному надзору.</p> <p>Упрощенное «взаимное признание» профессиональных участников РЦБ на основе минимального набора требований</p>	<p>Стандарты ЕАЭС по раскрытию информации профессиональными участниками страхового рынка.</p> <p>Гармонизация требований к учету, отчетности и аудиту на основе МСФО и МСА; апробация и оценка готовности профессиональных участников страхового рынка к риск-ориентированному надзору. Упрощенное «взаимное признание» профессиональных участников страхового рынка на основе минимального набора требований</p>
	<p>Гармонизация требований к реорганизации, ликвидации, финансовому оздоровлению и банкротству КО</p>	<p>Согласованные требования в области противодействия использованию инсайдерской информации и манипулированию.</p> <p>Гармонизация требований к деятельности ИФ (создание и лицензирование, капитал, управление рисками и комплаенс, квалификация</p>	<p>Гармонизация требований к реорганизации, ликвидации, финансовому оздоровлению и банкротству профессиональных участников страхового рынка</p>

3.1. Цели, ориентиры, последовательность

	и деловая репутация, раскрытие информации, учет, аудит и отчетность, порядок надзора). Упрощенное «взаимное признание» ИФ на основе минимального набора требований	
Согласованные требования к деятельности финансовых холдингов и групп в банковском секторе (раскрытие информации, капитализация, риски, консолидированный надзор)	Гармонизация требований к реорганизации, ликвидации, финансовому оздоровлению и банкротству. Гармонизация требований к деятельности финансовых холдингов и групп на РЦБ (раскрытие информации, капитал, риски, консолидированный надзор)	
Гармонизация требований к реорганизации, ликвидации, финансовому оздоровлению и банкротству финансовых холдингов и групп. Гармонизация требований к регулированию деятельности системно значимых КО	Гармонизация требований к реорганизации, ликвидации, финансовому оздоровлению и банкротству финансовых холдингов и групп; Согласованные требования к регулированию деятельности системно значимых институтов РЦБ; Гармонизация требований к риск-ориентированному надзору за институтами РЦБ	
После 2025 г.	«Единый паспорт» для КО; Стандарты ЕАЭС (кодекс поведения) для прочих небанковских финансовых посредников (кредитных союзов, микрофинансовых организаций, ломбардов и др.), носящие добровольный характер	Гармонизация требований к деятельности финансовых холдингов и групп в страховом секторе (раскрытие информации, финансовая надежность и платежеспособность, риски, консолидированный надзор) Гармонизация требований к реорганизации, ликвидации, финансовому оздоровлению и банкротству финансовых холдингов и групп; к регулированию деятельности системно значимых профессиональных участников страхового рынка. Гармонизация требований к риск-ориентированному надзору за профессиональными участниками страхового рынка. Согласованные требования к ОВС «Единый паспорт» для профессиональных участников страхового рынка

3. Будущее финансовых рынков Евразии: ориентиры совместного развития и интеграции

Продолжение табл. 3.19

II этап — финансовые инструменты

Год	Банковский сектор	Рынок ценных бумаг	Страховой сектор
2017— 2019	Гармонизированный перечень операций и видов деятельности, осуществляемых кредитными организациями	Гармонизированная классификация ценных бумаг и производных финансовых инструментов	Взаимное признание полиса ОСАГО (присоединение всех стран ЕАЭС к договору «Зеленая карта», оценка экономических потерь страховых организаций от присоединения, разработка механизмов компенсации потерь в первые годы присоединения) Гармонизация страховой терминологии и условий договоров страхования. Гармонизированная политика по созданию общего перечня видов (классов) страхования
	Рекомендации (кодекс поведения) для кредитных организаций в области предоставления ипотечных кредитов (добровольный характер)	Согласованные требования к процедурам эмиссии ценных бумаг эмитентов третьих стран. Гармонизированные требования к порядку осуществления преимущественного права	Гармонизация части требований на страховом рынке: требования к тарифам, процедурам оценки имущества, расчета ущерба, регулирования убытка и осуществления страховых выплат (по массовым видам страхования (розничные виды: страхование жизни, имущества и др.) и отдельным видам обязательного страхования (ОСГО перевозчика, экологическое страхование) по усмотрению стран ЕАЭС)
2020— 2025	Согласованные требования к регулированию порядка предоставления электронных и дистанционных банковских услуг	Единая позиция в отношении ограничения размещения ценных бумаг в третьих странах Гармонизированные меры ответственности, применяемые национальными регуляторами, в случае нарушения эмитентом порядка размещения и обращения ценных бумаг Согласованные требования к исламским ценным бумагам	Соглашение или иной международно-правовой документ о признании страховых полисов (в отношении отдельных видов страхования по усмотрению стран ЕАЭС). Согласованные требования к исламским страховым продуктам

3.1. Цели, ориентиры, последовательность

II этап — инфраструктура

Год	Банковский сектор	Рынок ценных бумаг	Страховой сектор
2017—2021	<p>Порядок взаимодействия между странами ЕАЭС по обмену сведениями, входящими в состав кредитных историй.</p> <p>Согласованные требования к деятельности бюро кредитных историй (структура информации, требования к источникам формирования кредитных историй, порядок предоставления информации, защита информации)</p>	<p>Концепция и план внедрения гармонизированных подходов к риск-ориентированному надзору для инфраструктурных институтов.</p> <p>Гармонизация требований к созданию и лицензированию инфраструктурных институтов.</p> <p>Гармонизация требований к капиталу, к системе управления рисками и комплаенс.</p> <p>Согласованные требования к квалификации и деловой репутации.</p> <p>Требования к деятельности системно значимых инфраструктурных институтов (центральный контрагент; центральный депозитарий; иные институты)</p>	<p>Создание института актуариев во всех странах ЕАЭС. Гармонизированная политика в отношении сертификации актуариев (признание международного сертификата актуария стран ЕАЭС), допуска актуариев к осуществлению деятельности.</p> <p>Введение гармонизированных требований к использованию актуарных расчетов, в том числе при оценке достаточности резервов</p>
2022—2025	<p>Согласованные требования к деятельности бюро кредитных историй (в части трансграничного доступа к кредитным историям, в том числе через ИИСФР ЕАЭС)</p>	<p>Стандарты ЕАЭС по раскрытию информации инфраструктурными институтами.</p> <p>Гармонизация требований к учету, отчетности и аудиту на основе МСФО и МСА.</p> <p>Гармонизация требований к надзору.</p> <p>Апробация гармонизированных подходов к риск-ориентированному надзору в странах ЕАЭС, оценка национальными регуляторами готовности инфраструктурных институтов.</p> <p>Упрощенное «взаимное признание» инфраструктурных институтов на основе минимального набора требований</p>	<p>Согласованные требования к деятельности и надзору за другими инфраструктурными институтами на страховом рынке (аварийные комиссары, сюрвейеры и др.); требования к профессиональной квалификации, порядку создания (аттестация) и др.</p>

3. Будущее финансовых рынков Евразии: ориентиры совместного развития и интеграции

Окончание табл. 3.19

	<p>Согласованные требования к деятельности бюро кредитных историй в части ответственности за правонарушения</p> <p>Согласованные требования к системе страхования вкладов</p>	<p>Согласованные требования к деятельности торговых репозитариев.</p> <p>Гармонизация требований к реорганизации, ликвидации, финансовому оздоровлению и банкротству инфраструктурных институтов</p> <p>Согласованные требования к деятельности рейтинговых агентств, в том числе деятельности наднационального рейтингового агентства</p> <p>Гармонизация требований к риск-ориентированному надзору за инфраструктурными институтами.</p> <p>«Единый паспорт» для инфраструктурных институтов (после 2025 г.)</p>	<p>Порядок «взаимного признания» инфраструктурных институтов (кроме актуариев)</p>
--	---	---	--

3.1. Цели, ориентиры, последовательность

II этап — прочие направления

Год	Защита прав собственности. Корпоративный контроль	Защита прав потребителей финансовых услуг и инвесторов	Гармонизация ключевых понятий на финансовом рынке
2017—2020	Разработка и принятие Кодекса корпоративного управления ЕАЭС, плана реализации его положений по странам ЕАЭС	Разработка и принятие странами ЕАЭС единых рекомендаций по системе защиты прав потребителей финансовых услуг и финансовой грамотности	Единый глоссарий ключевых понятий
	Разработка и принятие типового Кодекса корпоративной этики стран ЕАЭС, его внедрение в национальное законодательство	Разработка и принятие странами ЕАЭС согласованных подходов к квалификации инвесторов на финансовом рынке	Интеграция глоссария в процесс гармонизации национального законодательства стран ЕАЭС
	Реализация плана мероприятий по стимулированию добровольного выполнения положений Кодекса корпоративного управления стран ЕАЭС	Создание институтов финансового омбудсмана / распространение сферы их деятельности на все сегменты финансового рынка.	
Согласование между странами ЕАЭС мер административной ответственности за нарушение законодательства в области корпоративного управления, внедрение в национальное законодательство	Внедрение в законодательство стран ЕАЭС согласованных подходов к квалификации инвесторов на финансовом рынке		
2021—2025	Выполнение плана реализации положений Кодекса корпоративного управления, завершение его внедрения в национальное законодательство	Разработка и принятие странами ЕАЭС согласованных требований к компенсационным (гарантийным) фондам на рынке ценных бумаг и страховом рынке	Развитие (по мере развития рынка)
	Создание доступных систем раскрытия информации о компаниях и практиках корпоративного управления (в развитие создаваемой ИИСФР ЕАЭС)	Внедрение в законодательство стран ЕАЭС согласованных требований к компенсационным (гарантийным) фондам на рынке ценных бумаг и страховом рынке	
2021—2025	Разработка, согласование и принятие странами ЕАЭС обязательных минимальных стандартов ЕАЭС по внедрению международных стандартов в области регулирования рынка ценных бумаг в части раскрытия информации о лицах, приобретающих контроль за компаниями; о временном приостановлении торговли ценными бумагами компаний	Создание в странах ЕАЭС компенсационных (гарантийных) фондов на рынке ценных бумаг. Рост числа покрываемых рисков компенсационных (гарантийных) фондов на страховом рынке по расширенному перечню видов страхования	

3. Будущее финансовых рынков Евразии: ориентиры совместного развития и интеграции

III этап (с 2020 г.) — создание ядра интегрированного финансового регулирования стран ЕАЭС

Третий этап направлен на создание наднационального органа по регулированию финансового рынка (см. пп. 3.4.4), в долгосрочной перспективе — наднациональной службы финансового омбудсмана и коллегий регуляторов для системно значимых финансовых институтов (табл. 3.20).

IV этап (с 2020 г.) — устранение ключевых взаимных барьеров при передвижении капиталов, инвестиций, финансовых услуг между странами ЕАЭС

На четвертом этапе предполагается реализация согласованных подходов к либерализации рынка финансовых услуг ЕАЭС, направленных на устранение барьеров при торговле финансовыми услугами и совершении операций по счету капитала (табл. 3.20, см. п. 3.6).

Таблица 3.20. III—IV этапы

Год	III этап — Создание ядра интегрированного финансового регулирования стран ЕАЭС	IV этап — Устранение взаимных барьеров при передвижении капиталов, инвестиций, финансовых услуг в ЕАЭС	
		при торговле финансовыми услугами в части открытия границ	в части операций по счету капитала
2020—2025	Соглашение о создании наднационального органа по регулированию финансового рынка	Реализация мероприятий по выявлению и укреплению чувствительных к открытию границ секторов финансовых рынков стран ЕАЭС (предоставления национального режима)	Разработка и принятие странами ЕАЭС Концепции либерализации счетов капитала
	Формирование условий для создания наднационального органа	Реализация обязательств по применению установленного Договором о ЕАЭС перечня ограничений к поставщикам финансовых услуг в определенном Договором расширенном перечне секторов финансового рынка и предоставлению им национального режима, в том числе при учреждении и деятельности. Снятие принятых в приложении 2 Приложения № 17 к Договору о ЕАЭС по странам ЕАЭС ограничений, изъятий, дополнительных требований и условий в отношении учреждения и (или) деятельности финансовых институтов	Снятие контроля (ограничений) за невидимыми операциями и текущим счетом (по мере становления соответствующих условий)
	Создание наднационального органа по регулированию финансового рынка	Реализация Соглашения о либерализации рынка финансовых услуг стран ЕАЭС	Открытие счета капитала в части валютных операций между резидентами стран ЕАЭС

Год	III этап — Создание ядра интегрированного финансового регулирования стран ЕАЭС	IV этап — Устранение взаимных барьеров при передвижении капиталов, инвестиций, финансовых услуг в ЕАЭС	
		при торговле финансовыми услугами в части открытия границ	в части операций по счету капитала
После 2025	Создание наднациональной службы финансового омбудсмана. Создание коллегий регуляторов для системно значимых финансовых институтов ЕАЭС	Развитие	Развитие

V этап (с 2025 г. и позже) — всесторонняя интеграция финансовых рынков и финансового регулирования, углубление гармонизации, переход к унификации регулятивных и институциональных условий

После 2025 г. формируется единое пространство финансовых рынков ЕАЭС (участники, инструменты, услуги, инфраструктура, регулирование).

3.2. Макроэкономические условия

Возможная последовательность создания макроэкономических условий гармонизации — табл. 3.18:

- обеспечение финансовой стабильности и макропруденциального надзора, согласование подходов (см. пп. 3.2.1);
- координация и согласование макроэкономической, валютной, денежно-кредитной политики в странах ЕАЭС (см. пп. 3.2.2).

3.2.1. Финансовая стабильность. Макропруденциальный надзор

В будущем можно ожидать выравнивания условий макропруденциального надзора по странам ЕАЭС (возможная последовательность — табл. 3.18) и, как следствие, снижения системного риска¹:

1) принятие странами обязательств по взаимно сбалансированному внедрению рекомендаций СФС / «Группы двадцати» в области финансового регулирования²;

2) включение в систему макропруденциального надзора контроля за дисбалансами между внешними финансовыми потоками и возможностями финансовой системы страны; организация надзора за действиями и позициями крупнейших иностранных портфельных инвесторов; создание БД по крупным торговым

¹ См. пп. 1.11.1 в части финансовой стабильности и макропруденциального надзора.

² Включая: а) понятийный аппарат СЗФИ; б) согласованный набор индикаторов финансовой стабильности и связанной с ними системы раскрытия информации; в) концентрация функций макропруденциального надзора в структуре денежных властей; г) создание / развитие гармонизированного порядка макропруденциального надзора, надзора за СЗФИ.

позициям, занимаемым всеми категориями инвесторов по ключевым сегментам финансового рынка;

3) создание информационной базы и структуры макропруденциального надзора (с возможностью интеграции в создаваемую интегрированную информационную систему ЕАЭС)¹;

4) развитие механизмов предупреждения и программ действий на основе индикаторов финансовой стабильности, экспертной системы прогнозирования и оценки уровня рисков. В этих целях — формирование совместных планов действий денежных властей и национальных регуляторов, программ внутреннего и международного обмена информацией в «специальных ситуациях», внедрение механизмов поддержки центральными банками ликвидности крупнейших финансовых институтов, а также взаимной поддержки центральных банков в целях стабилизации финансовых рынков и противодействия кризисным ситуациям.

Возможные решения: создание Совета по финансовой стабильности ЕАЭС², расширение финансовых и операционных возможностей Евразийского фонда стабилизации и развития (ЕФСР)³, управляемого Евразийским банком развития.

3.2.2. Валютные политики⁴

В перспективе можно ожидать сближения и последовательной гармонизации валютных политик стран ЕАЭС (возможная последовательность — табл. 3.18), их инструментального ряда⁵.

Цель — стабилизация и оптимизация курсов национальных валют, снижение зависимости курсов от внешних факторов, ослабление долларизации экономик; ослабление системного риска. Параллельно — сохранение тренда перехода к плавающему режиму валютного курса⁶, развитие рыночных инструментов регулирования валютной ликвидности; поддержание баланса между реальным и номинальным эффективными курсами национальных валют.

На первых этапах могло бы продолжиться удержание умеренно ослабленного (до 20—30%) курса национальных валют для поощрения экспорта продукции

¹ Решение Коллегии ЕЭК от 12 октября 2015 г. № 137 «Об утверждении технического задания на создание интегрированной информационной системы ЕАЭС».

² Основная функция — содействие в поддержании финансовой стабильности в странах ЕАЭС путем содействия в согласовании действий национальных регуляторов в части урегулирования системного риска. Подробнее о рекомендуемой структуре и функциях СФС ЕАЭС см. раздел 2.1.3 Отчета по 4-му этапу.

³ Ранее — Антикризисный фонд ЕврАзЭС.

⁴ Специфику сложившихся валютных режимов стран ЕАЭС см. п. 1.2.

⁵ Имеется в виду сокращение различий по применяемым инструментам валютной политики, в том числе: недопущение множественности официальных обменных курсов; постепенный отказ от регламентирования международных резервов, от прямого регулирования процентных ставок, контроля за валютной выручкой; последовательное согласование подходов к регулированию валютных правоотношений. Данное направление обозначено в Решении Высшего Евразийского экономического совета от 8 мая 2015 г. № 11 «О перечне мероприятий по реализации основных ориентиров макроэкономической политики государств — членов Евразийского экономического союза на 2015—2016 гг.».

⁶ Движение к режиму стабильного плавающего валютного курса — создание условий для реализации в будущем валютной политики, основанной на свободном курсообразовании и валютных интервенциях при резких колебаниях для сглаживания валютного курса.

высокой степени переработки, в том числе высокотехнологичного экспорта, импортозамещения, стимулирования прямых иностранных инвестиций, создание рыночных барьеров для спекулятивных «горячих денег» нерезидентов.

Важно, чтобы были сформированы условия для дедолларизации экономик стран ЕАЭС¹, роста доли национальных валют во взаимных расчетах, продолжено развитие интегрированного валютного рынка ЕАЭС².

Ключевое условие дедолларизации — совершенствование механизма платежно-расчетных отношений между государствами-членами и третьими странами, в том числе организация международных расчетов³ в национальных валютах на основе межгосударственных соглашений, с привлечением уполномоченных банков. Это — формирование и обеспечение работы системы международного валютного клиринга в национальных валютах стран ЕАЭС. Обеспечение работы клиринговых банков⁴, развитие трансграничных расчетов⁵.

Создаются условия для расширения использования национальных валют⁶. Взят курс на постепенное сокращение доли доллара, евро, других мировых валют во внешнеторговых и инвестиционных операциях, в том числе на уменьшение долларовых составляющих в заключаемых странами ЕАЭС международных соглашениях. Стимулируется открытие депозитов в национальных валютах⁷. Во всех странах введены запреты на установление цен в условных единицах, в валютах третьих стран.

¹ Обеспечение взаимной конвертируемости национальных валют, их ликвидности на валютном рынке, прямых взаимных котировок: расширение практики заключения двусторонних своп-соглашений между национальными (центральными) банками стран ЕАЭС и третьих стран, в том числе долгосрочных на условиях установления своп-линий.

² Увеличение доли прямых расчетов между допущенными к торгам банками в национальных валютах, минуя пару доллар—евро. Создание условий для расширения перечня банков, допущенных к торгам валютами стран ЕАЭС, развитие торговой и расчетно-клиринговой инфраструктуры, развитие института маркет-мейкеров и расчетных банков по конверсионным операциям из перечня наиболее надежных коммерческих банков — участников торгов. Повышение привлекательности для коммерческих банков третьих стран участия в торгах через посредничество коммерческих банков — участников торгов, развитие взаимодействия между национальными (центральными) банками и фондовыми (валютными) биржами стран ЕАЭС для снятия ограничений в случае допуска коммерческих банков — резидентов стран ЕАЭС на их организованные валютные рынки. Лимиты для коммерческих банков при операциях на валютном рынке.

³ Обслуживает расчеты между участниками внешней торговли на основе межгосударственных соглашений, условия которых выполняются экспортерами и импортёрами стран ЕАЭС.

⁴ Осуществляют учет и зачет требований и обязательств, также могут кредитовать участников клиринговых операций. Предусматривается заключение двусторонних и многосторонних клиринговых соглашений между странами ЕАЭС, а также с третьими странами, «привязанных» к национальным валютам.

⁵ Соглашение о создании Платежного союза между государствами ЕАЭС, двусторонние договоры об организации расчетов по внешнеэкономическим связям. Заключение соглашений по организации и развитию систем трансграничных расчетов в национальных валютах стран ЕАЭС как через корреспондентские счета центральных (национальных) банков, так и посредством уполномоченных банков между резидентами стран ЕАЭС и между ними и третьими странами.

⁶ Данное направление обозначено в Решении Высшего Евразийского экономического совета от 8 мая 2015 г. № 11 «О перечне мероприятий по реализации основных ориентиров макроэкономической политики государств — членов Евразийского экономического союза на 2015—2016 гг.».

⁷ Снижение резервных требований по обязательствам в национальных валютах стран ЕАЭС и повышение резервных требований по обязательствам в другой иностранной валюте.

Перспективное направление — развитие рынка валютных деривативов с базисными активами в национальных валютах стран ЕАЭС.

Важную роль должен сыграть Консультационный совет по валютной политике центральных (национальных) банков стран ЕАЭС¹ (сближение валютных режимов и политик, мониторинг, предупреждение и урегулирование системного риска на валютных рынках, обмен информацией).

3.3. Институциональные условия

Возможная последовательность создания институциональных условий гармонизации — табл. 3.18:

— координация и согласование стратегий осуществления инвестиционной политики, включая международные налоговые и инвестиционные соглашения (см. пп. 3.3.4);

— согласование и координация, реализация программ приватизации и анти-монопольного регулирования в целях демонополизации (см. пп. 3.3.1);

— согласование налоговой политики на финансовом рынке (см. пп. 3.3.3);

— подготовка и реализация национальных и совместных программ диверсификации капиталов бизнеса (см. пп. 3.3.1).

На более позднем этапе (табл. 3.19) реализуются работы по выравниванию условий и согласованной защите прав собственности и корпоративного контроля (см. пп. 3.3.2).

3.3.1. Диверсификация собственности²

Будущее развитие объективно связано с согласованной политикой стран ЕАЭС по диверсификации структуры собственности, постепенным (по мере создания условий) переходом к модели диверсифицированной структуры собственности, сбалансированному участию в капиталах государства, резидентов (страны ЕАЭС) и нерезидентов (третьи страны).

Реструктуризация государственной собственности

Важно обеспечить следующие условия для повышения эффективности управления государственной собственностью:

— внедрить международную практику — создание программ действий государства по диверсификации собственности;

— переход к массовой модели инвестирования, в том числе за счет оптимизации участия государства и реструктуризации капиталов бизнеса;

— расширение участия розничных и институциональных инвесторов в акционерных капиталах, создание новых международно признанных классов инвесторов, представляющих население (внутрикорпоративные пенсионные и ин-

¹ В Протоколе ЕЭК № 28-ТС заседания Консультативного комитета по финансовым рынкам от 20 октября 2015 г. в п. VII указывается на рассмотрение проекта Положения о Консультативном комитете по финансовым рынкам и валютной политике.

² Специфику сложившихся структур собственности стран ЕАЭС см. п. 1.1.

вестиционные планы), рост доли активов финансового рынка в долгосрочных сбережениях населения;

— защита прав собственности и формирование развитой системы регулирования рынка корпоративного контроля;

— развитие институтов защиты собственности (корпоративное управление, информационная прозрачность, защита инвесторов, справедливая оценка бизнеса и активов, независимое правоприменение).

Актуальна *оптимизация государственной собственности*: коммерциализация управления государственными пакетами акций, другими активами, создание более рыночной среды внутри крупнейших компаний с государственным участием в капиталах (построение рыночной среды внутри предприятий одного холдинга)¹, развитие механизмов государственно-частного партнерства².

В ближайшие годы большее внимание предстоит уделять формированию программ приватизации / распродажи собственности, приобретенной государством или квазигосударственными институтами в целях противодействия финансовым кризисам 2007—2009, 2014—2015 гг.³

В перспективе может быть поставлен вопрос управления долями государства в инфраструктурных институтах для минимизации рисков и обеспечения условий финансового развития.

Модернизация структуры собственности в ближайшей перспективе может потребовать решения вопросов:

— обеспечения равного доступа к участию в приватизации, в сделках слияний-поглощений резидентов ЕАЭС (с оговорками по стратегически значимым компаниям и системно значимым финансовым институтам)⁴;

— широкого участия розничных инвесторов в приватизации⁵.

Ключевое условие успешной реструктуризации — расширение работ по подготовке и проведению IPO компаний с государственным участием на национальном и наднациональном уровнях.

Для повышения эффективности компаний с государственным участием важно совершенствовать работу института представителей интересов государства (обеспечение объективности, компетентности, нацеленности на развитие); ускорять создание полноценных режимов корпоративного управления и урегулирования конфликтов интересов в «госсекторе».

¹ Возможность выхода на одни и те же рынки обособленных подразделений крупной компании и др.

² Создание фондов, в активы которых они размещены. Передача части активов в доверительное управление в целях максимизации доходов, роста капитализации (за исключением инфраструктурных институтов).

³ Например, обособление такой собственности в фонд, принадлежащий государству, в целях ее эффективного управления и последующей реализации на рынке.

⁴ Данный вопрос конкретизируется в Договоре о ЕАЭС, в частности, Приложение 16, п. 15 указывает на согласие государств-членов предоставлять не менее благоприятный режим для участия в приватизации лицам другого государства-члена, чем лицам своего государства-члена с учетом системы ограничений, изъятий, дополнительных требований и условий.

⁵ Например, внедрение правила закрепления не менее 15—25% объема размещения на рынках ЕАЭС среди розничных инвесторов при приватизации госпакетов акций крупнейших компаний и банков.

Реструктуризация капиталов бизнеса

ЕАЭС нужна согласованная программа содействия диверсификации собственности, в том числе:

- 1) гармонизация разрешенных форматов сделок «слияний и поглощений», упрощение регистрационных и финансовых процедур их проведения, выравнивание налоговых последствий;
- 2) поощрение IPO частных компаний, поддержка выхода на организованные рынки, программ «народного IPO»;
- 3) стимулирование спроса институциональных и розничных инвесторов на корпоративные ценные бумаги, гармонизация нормативной структуры активов институциональных инвесторов в странах ЕАЭС;
- 4) внедрение условий, стимулов, механизмов и инструментов реструктуризации крупных компаний, создание в них конкурентной среды;
- 5) поощрение прямых инвесторов (иностранных, из ЕАЭС), расширение практики заключения странами ЕАЭС международных договоров о защите инвестиций.

3.3.2. Защита прав собственности. Институционализация корпоративного контроля

Интересам ЕАЭС отвечает согласование общих стандартов корпоративного управления, повышение уровня соответствия им в странах ЕАЭС, развитие регулятивной инфраструктуры, которая бы в полную меру защищала права собственности.

В этой области важны три ключевых тренда: совершенствование корпоративного управления, институционализация рынка корпоративного контроля¹; обеспечение независимости судов.

Возможная последовательность создания эффективной системы защиты прав собственности и корпоративного контроля — табл. 3.18:

— в 2017—2020 гг.:

- разработка и принятие Кодекса корпоративного управления ЕАЭС / Кодекса корпоративной этики стран ЕАЭС, плана его реализации; реализация плана мероприятий по стимулированию добровольного выполнения положений Кодекса корпоративного управления государствами — членами ЕАЭС;
- согласование между странами ЕАЭС мер административной ответственности за нарушение законодательства в области корпоративного управления;
- внедрение в национальное законодательство положений Кодекса и мер административной ответственности, выполнение плана реализации положений Кодекса;

¹ Урегулирование и гармонизация норм, мониторинг, надзор, предупреждение монополизации, раскрытие информации, гармонизация механизмов финансового оздоровления и реструктуризация, внедрение международных стандартов по ключевым атрибутам урегулирования несостоятельности финансовых институтов.

3.3. Институциональные условия

— в 2021—2025 гг.:

— создание доступных систем раскрытия информации о компаниях и практиках корпоративного управления (в развитие создаваемой интегрированной информационной системы ЕАЭС);

— в последующие периоды — разработка, согласование и принятие странами ЕАЭС обязательных минимальных стандартов ЕАЭС по внедрению международных стандартов в области регулирования рынка ценных бумаг в части раскрытия информации о лицах, приобретающих контроль за компанией; о временном приостановлении торговли ценными бумагами компаний.

Кодекс корпоративного управления ЕАЭС, включающий стандарты ОЭСР¹, позволит обеспечить:

— сокращение различий в нормах корпоративного управления между странами ЕАЭС; постепенное расширение периметра охвата компаний с разными структурами собственности, организационно-правовыми формами, отраслевыми принадлежностями, статусами²;

— привязку норм к особенностям групп компаний³;

— сочетание добровольного и обязательного характера выполнения положений Кодекса⁴.

В этой связи важна адаптация в странах ЕАЭС лучших международных практик по внедрению стандартов корпоративного управления, в том числе:

— по развитию саморегулирования и корпоративной этики;

— по поощрению выполнения Кодекса корпоративного управления на добровольной основе;

— по внедрению международных стандартов регулирования РЦБ⁵.

¹ Решение Совета ОЭСР от 26—27 мая 1999 г. «О принятии Принципов корпоративного управления», с последующими изменениями (далее — Принципы корпоративного управления ОЭСР).

² Обладающих исключительными правами, специальными привилегиями, монопольным положением и др.

³ Инновационные компании малой и средней капитализации; социально ответственные компании, институциональные инвесторы и др.

⁴ По определению роли совета директоров, по разработке кодекса поведения, по созданию комитета по назначениям (КН), по независимости КН, относительно наиболее оптимального размера совета директоров, по формальному закреплению многообразия в совете директоров, по учету гендерного фактора, по независимости совета директоров, председатель совета директоров и генеральный директор — разные лица; о независимости председателя, по наличию соответствующих мер на случай, если председатель совета директоров и генеральный директор являются одним и тем же лицом (или если председатель не является независимым), относительно срока полномочий независимого директора, по ограничению одновременного выполнения функций директора в разных компаниях, по созданию комитета по вознаграждениям (КВ), по независимости КВ, по проведению оценки деятельности совета директоров, по предоставлению генеральным/финансовым директором остальным директорам подтверждения достоверности финансовой отчетности, по проведению внешнего аудита, по ротации партнеров по аудиту / аудиторских фирм, о создании комитета по аудиту (КА), о независимости КА, об ответственности совета директоров за управление рисками (УР) и внутренний контроль (ВК), о раскрытии информации о ключевых рисках в годовом отчете, о проведении проверки адекватности и эффективности системы управления рисками и (или) системы внутреннего контроля, о наличии подразделения внутреннего аудита, о создании механизмов информирования о возможных нарушениях, о создании механизмов взаимодействия с заинтересованными сторонами, о подготовке отчетности по вопросам устойчивого развития.

⁵ «Цели и принципы регулирования в области ценных бумаг» (“Objectives and Principles of Securities Regulation”), ИОСКО, 2002 г. В части раскрытия информации о лицах, приобретающих контроль за ком-

3. Будущее финансовых рынков Евразии: ориентиры совместного развития и интеграции

Будущие преобразования актуальны в направлении институционализации рынка корпоративного контроля: защита прав собственности, борьба с рейдерством, использование международного опыта:

— надзор за сделками, мониторинг рынка, предупреждение монополизации среды, специализированные структуры по разрешению споров на рынке корпоративного контроля, Кодекс слияний и поглощений¹;

— создание общедоступных систем раскрытия информации о компаниях и практиках корпоративного управления²;

— расширение инструментов финансового оздоровления и реструктуризации, в том числе активное внедрение международных стандартов по ключевым атрибутам урегулирования несостоятельности СЗФИ³.

3.3.3. Налоговое стимулирование на финансовых рынках

Опыт ведущих мировых финансовых центров (см. п. 2.3), практика финансовой модернизации стран «экономического чуда»⁴ показывают, что для перехода к новой модели финансового рынка, запуска МФЦ в ЕАЭС потребуются «настройка» системы налогового стимулирования для привлечения долгосрочных, в том числе розничных и иностранных, инвесторов, на финансовые рынки стран ЕАЭС.

Такие налоговые стимулы должны быть «точечными», целенаправленными, способствующими росту деловой активности и за счет этого компенсации доходов бюджета.

Меры Казахстана по развитию МФЦ Астаны (см. пп. 1.10.4) — удачный пример того, какими могут быть пакеты налоговых мер для развития финансовых рынков. Перечень возможных налоговых стимулов, актуальных для финансовых рынков стран ЕАЭС, исходя из действующих условий налогообложения в странах ЕАЭС и лучшей международной практики (см. пп. 1.7.5), может включать:

— выравнивание условий налогообложения доходов резидентов и нерезидентов на финансовом рынке (возможно в рамках МФЦ);

— освобождение от налогообложения дивидендов, процентных доходов и курсовых разниц по ценным бумагам, обращающимся на организованных РЦБ, для физических и юридических лиц; создание равного налогового режима для облигаций в сравнении с банковскими депозитами;

— снижение срока долгосрочного владения ценными бумагами, дающего право на освобождение доходов от налогообложения, до 1—3 лет (такой срок более точно отражает реальные горизонты инвестирования для ЕАЭС);

панией; о временной приостановке торговли ценными бумагами компаний, являющихся субъектами сделки по передаче контроля, и т.п.

¹ Международные аналоги — в Великобритании и других странах.

² В развитие создаваемой интегрированной информационной системы ЕАЭС / Решение Коллегии ЕЭК от 12 октября 2015 г. № 137 «Об утверждении технического задания на создание интегрированной информационной системы ЕАЭС».

³ По состоянию на 2015 г. в России внедрена значительная часть, Беларусь, Кыргызстан, Казахстан — начальная стадия внедрения, в Армении — планы по внедрению. См. раздел 4.2.2 Отчета по 2-му этапу.

⁴ См.: Финансовые стратегии модернизации экономики: мировая практика / под ред. Я. М. Миркина. М.: Магистр, 2014.

3.3. Институциональные условия

— введение льгот для стимулирования розничных вложений в институты коллективного инвестирования (инвестиционные и негосударственные пенсионные фонды), развития внутрикорпоративных инвестиционных и пенсионных планов.

Финансовая интеграция в ЕАЭС делает актуальным:

— сближение между странами ЕАЭС режимов налогообложения для инвесторов, координацию действий стран в области налогового регулирования финансовых институтов, сделок, инвесторов;

— сопоставимость нормативных актов, регламентирующих налоговые льготы;

— повышение уровня раскрытия информации о льготах для широкого круга участников финансового рынка, упрощение их администрирования;

— развитие налогового взаимодействия, в том числе обмена налоговой информацией, в ЕАЭС и с другими странами.

Другая актуальная сфера взаимодействия стран ЕАЭС — это деофшоризация. Важно снизить роль офшоров в России и Казахстане, предотвратить рост их роли в других странах ЕАЭС, прежде всего за счет снижения налоговой и административной нагрузки в экономиках, усиления стимулов для инвестиций в ЕАЭС, расширения практики заключения с офшорами соглашений об обмене налоговой информацией¹ и в зависимости от позиции регулятора договоров об избежании двойного налогообложения.

3.3.4. Согласованная инвестиционная политика

В будущем можно ожидать гармонизации инвестиционных политик стран ЕАЭС по направлениям: государственные, частные, иностранные; улучшение инвестиционного климата, приток «длинных» денег, инноваций, развитие высоких технологий². Гармонизация, согласование способны обеспечить общность целевых ориентиров, содействовать экономическому росту, модернизации, концентрации на эти цели ресурсов.

Для гармонизации режимов иностранных инвестиций могут использоваться:

— свободные (специальные, особые) экономические зоны, МФЦ³;

— «ударное» снижение налоговой нагрузки до уровней, не выше (или ниже), чем у инвесторов-резидентов, сжатие регулятивных издержек, особенно на входе;

— ориентация импортно-экспортных пошлин на облегчение оборота наукоемкой и высокотехнологичной продукции⁴;

¹ Протоколы об обмене налоговой информацией с офшорами, с которыми нет договоров об исключении двойного налогообложения (Карибский бассейн, зоны Великобритании). Включение в действующие договоры положений об обмене данными.

² Развитие рынка капиталов, модернизация финансовой политики государства, минимизация системных рисков не способны сами по себе обеспечить реализацию данной цели. Все эти меры будут эффективными только на основе улучшения инвестиционного климата и роста конкурентоспособности стран ЕАЭС.

³ Подробнее о будущем МФЦ в ЕАЭС см. п. 3.5.

⁴ Стимулирование импорта оборудования и технологий и экспорта готовой продукции.

3. Будущее финансовых рынков Евразии: ориентиры совместного развития и интеграции

— «заимствованная модернизация» — государственная поддержка переноса критических технологий (ГЧП с иностранными инвесторами, совместные проекты и др.);

— деофшоризация собственности (см. выше).

Гармонизация политики в области государственных инвестиций будет осуществляться через:

— обеспечение сопоставимой операционной способности в объемах госинвестиций (с учетом размеров экономик);

— институты развития с государственным участием, наднациональные и межгосударственные институты с третьими странами (БРИКС). Усиление их роли, наделение ресурсами;

— сопоставимость внедрения механизмов ГЧП, системы гарантий и поручительств с государственным участием;

— специальные программы, обеспечивающие рост доли государственных инвестиций на возвратной основе¹;

— обеспечение мониторинга доли государства в экономике².

Поощрение частных инвестиций, так или иначе, будет сопряжено с:

— финансовым развитием (рост насыщенности деньгами, финансовыми инструментами, институтами и рынками, облегчение доступа к ним, увеличение капитализации и операционной способности институтов, развитие системы управления рисками и их покрытия, правовой и иной инфраструктуры рынков), снижением административных барьеров;

— «ударными пакетами» налоговых стимулов, поощряющих сберегать и инвестировать в экономику;

— диверсификацией собственности (см. выше), формированием новых для ЕАЭС типов инвесторов под налоговые льготы (например, личные инвестиционные и пенсионные планы; корпоративные компенсационные, инвестиционные и пенсионные планы, опционные планы для менеджмента и персонала);

— созданием сегмента социально ответственного инвестирования³, применяющего ряд этических, социальных, экологических критериев, а также крите-

¹ В том числе за счет: вложений внебюджетных фондов в публичные облигации реального сектора; реализации крупных национальных проектов с участием национальных (центральных) банков, обеспечивающих рост внутреннего спроса на основе целевого рефинансирования последними коммерческих банков под низкий процент, с ограничениями процентной маржи, под программы модернизации предприятий, производящих продукцию с высокой добавленной стоимостью; обеспечения дешевой ипотеки, финансирования малого бизнеса, аграрного кредита для фермерских хозяйств, малых и средних перерабатывающих предприятий, развития малых объектов инфраструктуры в ключевых регионах; использования квот и других элементов «административного распределения» при организации рефинансирования кредитов в приоритетные сектора со стороны центрального банка (на период 5—10 лет). В будущем — отказ от процентных субсидий за счет бюджета (в меру нормализации процента в экономике).

² Доля государственных расходов в ВВП (ориентир — не выше 40%) и доля государства в структуре собственности страны и экономической деятельности (ориентир — не выше 50%).

³ На зарубежных финансовых рынках социально ответственные инвестиции (СОИ) представлены значительными объемами активов, широким составом финансовых посредников, активным участием крупных институциональных инвесторов.

3.4. Базовые структуры интеграции

риев, связанных с корпоративным управлением, при осуществлении инвестиций на РЦБ¹.

Гармонизация инвестиционной политики стран ЕАЭС требует 1) крупных совместных инвестиционных проектов; 2) инфраструктурной поддержки (информационной², агентства по содействию инвестициям); 3) реализации принципа «одного окна»³ для совместных проектов; 4) институциональной поддержки (расширение финансовых институтов развития на уровне ЕАЭС: инвестиционные, венчурные фонды, фонды развития, фонды целевых программ⁴, агентства, предоставляющие гарантии и покрытие рисков).

Важно осуществлять принципы согласованной инвестиционной политики Договора о ЕАЭС⁵. Существует объективная потребность в увеличении в среднесрочном периоде в странах ЕАЭС нормы инвестиций⁶ при сокращении конечного потребления государства.

3.4. Базовые структуры интеграции

Возможная последовательность развития (табл. 3.18):

- интегрированные сегменты финансовых рынков (см. пп. 3.4.1);
- интегрированная информационная система финансовых рынков ЕАЭС (см. пп. 3.4.2).

На более поздних этапах (табл. 3.19, 3.20):

- взаимное признание участников и финансовых инструментов (см. пп. 3.4.3) в рамках гармонизации финансового регулирования (см. п. 3.7, 3.8, 3.9);

¹ Развитие СОИ в странах ЕАЭС может выступить не только как инструмент для качественного преобразования фондового рынка в посткризисный период на основе привлечения долгосрочных инвесторов и населения, повышения информационной прозрачности российского бизнеса, но и как инструмент для решения значимых социально-экономических задач. Для формирования СОИ необходимо активное участие государства (применение критериев СОИ для управления государственным имуществом); введение требований в области раскрытия информации управляющими компаниями — об использовании критериев СОИ, эмитентами — о социальных и экологических факторах их деятельности; внедрение налоговых льгот для инвесторов инвестиционных фондов и финансовых институтов, финансирующих социально значимые проекты; поддержка развития информационно-аналитической инфраструктуры СОИ (создание информационных платформ, форумов СОИ, развитие исследовательской и информационной работы, создание фондовых индексов СОИ и специализированных информационно-аналитических организаций в области СОИ).

² Включает создание специализированного многоязычного интернет-портала об инвестиционной деятельности стран ЕАЭС с предоставлением возможностей обратной связи с инвесторами и выставления инвестиционных проектов на торги, подготовку и публикацию годового доклада по вопросам инвестиционного климата в ЕАЭС.

³ Предоставление полного комплекса государственной услуги при однократном обращении заявителя (инициатора совместного проекта) в любой из стран, выступающей стороной инвестиционного проекта.

⁴ На международном уровне такой механизм, как создание совместных международных фондов различной направленности (инвестиции, венчурное инвестирование, фонды развития), а также совместных фондов на уровне межгосударственных интеграционных объединений используется достаточно активно.

⁵ Приложение 16 к Договору о ЕАЭС, раздел VII. Инвестиции. О либерализации осуществления инвестиций на территории стран ЕАЭС см. раздел XV Договора о ЕАЭС «Торговля услугами, учреждение, деятельность и осуществление инвестиций».

⁶ Ориентир — до 26–35% ВВП (в зависимости от исходных условий, сложившихся в конкретных странах ЕАЭС). В «новых индустриальных экономиках» в период модернизации — свыше 30–40% ВВП.

3. Будущее финансовых рынков Евразии: ориентиры совместного развития и интеграции

- создание ядра финансового регулирования ЕАЭС (см. пп. 3.4.4);
- гармонизация условий для защиты прав потребителей финансовых услуг и инвесторов (см. пп. 3.4.5).

3.4.1. Интегрированные сегменты финансовых рынков

Интегрированные сегменты¹:

- а) банковский сектор и валютный рынок:
 - интегрированный валютный рынок;
 - интегрированный рынок межбанковских кредитов;
- б) рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов:
 - взаимное признание выпусков ценных бумаг и других финансовых инструментов (сделки РЕПО, фьючерсы, опционы, форварды, свопы) в странах ЕАЭС (см. пп. 3.8.2);
 - взаимный допуск брокеров-дилеров на биржи ЕАЭС (см. пп. 3.8.3.1, 3.8.4.);
 - международный сегмент биржи (в рамках создания системы МФЦ ЕАЭС) (см. п. 3.5);
- в) страховой сектор:
 - формирование общей перестраховочной емкости на пространстве ЕАЭС (см. п. 3.9).

3.4.2. Интегрированная информационная система

В условиях гармонизации регулирования и интеграции финансовых рынков Евразии важными задачами станут информационная прозрачность рынков, быстрый доступ их участников к регулятивной, рыночной, статистической и иной информации.

Эти задачи могут решаться на основе интегрированной информационной системы на финансовых рынках (далее — ИИСФР), создание которой уже началось в рамках деятельности ЕЭК. ИИСФР должна обеспечить:

- интеграцию в общедоступные БД ключевой информации о финансовых рынках ЕАЭС, реестров и БД, ведущихся национальными регуляторами; свободный доступ к ним из любой страны ЕАЭС;
- переход стран ЕАЭС на электронный документооборот на финансовых рынках; гармонизацию требований к раскрытию информации (структура, содержание, периодичность, форматы отчетности и других данных);
- эффективный обмен данными между регуляторами.

В перспективе ведение реестров и БД может быть передано на наднациональный уровень с тем, чтобы создать объединенные БД по сегментам финансового рынка² (табл. 3.21). Возможная последовательность развития ИИСФР — табл. 3.18.

¹ С учетом информации: Финансовая политика в рамках евразийской интеграции / под ред. Б. В. Хулхачиева. ЕЭК. М., 2015.

² См. раздел 3.3 Отчета по 4-му этапу.

3.4. Базовые структуры интеграции

Таблица 3.21. Информационные реестры и БД

База данных	Содержание БД
Информационные реестры регуляторов	<p>Реестры:</p> <ul style="list-style-type: none"> — лицензий (разрешений) на осуществление банковской, страховой деятельности, деятельности на РЦБ, выданных в ЕАЭС; — центральных депозитариев, центральных контрагентов, торговых репозитариев; — иных участников финансового рынка (прочих небанковских финансовых посредников, страховых брокеров и иных участников страхового рынка, национальных и иностранных рейтинговых агентств); — зарегистрированных выпусков ценных бумаг, проспектов ценных бумаг; перечень ценных бумаг, допущенных к торгам у организаторов торгов; — СРО; — квалификационных аттестатов на РЦБ или иных подобных документов и др.
Объединенная система раскрытия корпоративной и финансовой информации	<ul style="list-style-type: none"> — Единый центр сбора информации (от эмитентов, регистраторов, депозитариев), обработки и публикации; — раскрытие корпоративной и финансовой информации на финансовом рынке (информации об эмитенте и его ценных бумагах); — единые форматы раскрытия информации, методология формирования, обработки и передачи информации на основе электронного документооборота и унифицированных форматов электронных сообщений
Объединенная база страховых договоров	<p>Сначала для ОСАГО, затем по прочим видам обязательного страхования (страхование гражданской ответственности), транспортного страхования (дополнительное страхование автогражданской ответственности), на последнем этапе — добровольные виды страхования:</p> <ul style="list-style-type: none"> — информация о страховой (перестраховочной) организации; о договорах (страховых полисах, временных свидетельствах и т.п.); — информация о страхователях; о застрахованном имуществе; — информация о страховых случаях, потерпевших, об имуществе, которому причинен ущерб; страховых и компенсационных выплатах; информация, необходимая для оценки экономической обоснованности страховых тарифов и др.
Объединенные базы регулятивной информации по участникам финансового рынка	<p>По банковскому сектору, РЦБ и страховому рынку:</p> <ul style="list-style-type: none"> — статистическая информация по сегментам финансового рынка; — агрегированная информация об участниках финансового рынка и их деятельности (до 2025 г.); — отчетность участников финансового рынка, предоставляемая в соответствии с гармонизированными требованиями (после 2025 г., после создания наднационального органа по регулированию на финансовом рынке)
Система раскрытия информации о рейтинговых агентствах	<p>Историческая информация о рейтингах и периодичности их изменения (число рейтингов и их динамика, число дефолтов по обязательствам, имеющим рейтинг агентства, в том числе по видам обязательств, секторам, регионам и др.)</p>
Информационная база макропруденциального надзора	<p>Экономическая динамика, индикаторы финансовой стабильности, макроэкономические индикаторы состояния валютного рынка стран ЕАЭС, их целевые значения, показатели степени интеграции</p>

База данных	Содержание БД
Объединенная база кредитных историй	После взаимного признания лицензий банков в странах ЕАЭС: — Единый центр хранения и обработки информации о кредитных историях, формируемых кредитными организациями стран ЕАЭС
Прочие базы	— Единая база нормативных актов стран ЕАЭС и актов ЕАЭС; — система обмена информацией между регуляторами (статистика, аналитика, прогнозы, нормативно-справочная, научная информация и др.); — единая БД по вопросам защиты интересов потребителей финансовых услуг (финансовые омбудсмены и др.); — единая база регулятивных санкций на финансовых рынках; — информационный ресурс по страховому рынку (проведение сравнительного анализа состава и условий услуг страховщиков и страховых посредников)

3.4.3. Взаимное признание участников и финансовых инструментов

Наиболее быстрая модель гармонизации, как показывает опыт ЕС и других интеграционных объединений стран (см. п. 2.1) — на основе «взаимного признания», т.е. путем достижения взаимного согласия между странами, по которому каждая из них признает и принимает регулятивные требования, применяемые другими странами.

Будущее общего финансового рынка ЕАЭС связано во многом с использованием именно этой модели:

- до 2025 г. — реализация *упрощенных моделей «взаимного признания»*;
- после 2025 г. (по завершении гармонизации законодательства стран ЕАЭС на финансовых рынках, после создания наднационального регулятора) — переход к *полному «взаимному признанию» («единый паспорт»)*.

Упрощенная модель «взаимного признания»

Предполагает взаимный допуск участников финансового рынка и финансовых инструментов стран ЕАЭС на рынки других стран ЕАЭС или их специальные сегменты без предъявления к ним требования получения национальных лицензий (регистрации/авторизации у национального регулятора).

Самый упрощенный вариант модели — это допуск финансовых институтов / инструментов стран ЕАЭС на интегрированные сегменты финансовых рынков, порядок и условия которого определяются соглашением между государствами ЕАЭС (сегментарная гармонизация — см. пп. 2.1.6). Например, допуск ценных бумаг, зарегистрированных в одной стране ЕАЭС, к торгам на биржах других стран ЕАЭС, допуск брокеров-дилеров стран ЕАЭС на биржи других стран ЕАЭС.

Другой вариант может предоставить более широкие возможности для доступа финансовых институтов на рынки ЕАЭС на основе национальной лицензии. Этот вариант модели — согласование странами ЕАЭС «минимального набора»

требований, при выполнении которых участники из одной страны ЕАЭС могут осуществлять разрешенные виды деятельности на финансовом рынке другой страны ЕАЭС¹.

С одной стороны, такая модель предполагает сложные процедуры предварительного согласования минимальных требований для их фиксации в соглашении между государствами ЕАЭС. Можно ожидать, что для ее реализации потребуются решение «чувствительных» вопросов «взаимного признания» — определение оптимальных для всех стран требований к капиталу, порядка распределения надзорных полномочий между регуляторами страны происхождения и принимающей страны, обеспечения равной защиты прав инвесторов² и др.

С другой стороны, это возможность создать условия для общего рынка ЕАЭС быстрее, не дожидаясь завершения длительного процесса гармонизации законодательства.

Переход к полному «взаимному признанию» («единый паспорт»)

«Единый паспорт» обеспечивает взаимное признание финансовых институтов / инструментов (продуктов) из одной страны ЕАЭС на всех сегментах финансовых рынков любой другой страны ЕАЭС на основе *гармонизированных законодательства и политики регулирования* в ЕАЭС.

При этом «единый паспорт» предполагает:

— согласование странами ЕАЭС порядка применения «единого паспорта» (видов деятельности/инструментов, подлежащих признанию, требований к ним; порядка признания участников/инструментов национальным регулятором; порядка надзора и др.); ключевых требований к финансовым институтам (порядка создания и лицензирования, требований к капиталу, организационной структуре и органам управления, квалификации и репутации руководящих работников, к системе управления рисками и внутреннему контролю, ведению операций, раскрытию информации, полномочий и функций регуляторов, порядка доступа участников из третьих стран и др.) (см. пример действия «единых паспортов» в ЕС — пп. 2.1.2.3);

— свободное обращение финансовых инструментов (продуктов), покрываемых «единым паспортом», на территории ЕАЭС без необходимости дополнительной регистрации проспекта ценных бумаг/иных разрешительных докумен-

¹ Может быть предусмотрено предъявление национальным регулятором иных требований, выходящих за пределы «минимального набора», а также до снятия ограничений на учреждение филиалов во всех странах ЕАЭС «взаимное признание» может распространяться только на прямое оказание услуг (без открытия филиала).

² «Набор» минимальных требований может включать перечень разрешенных видов деятельности, требования к уставному и собственному капиталу, организационной структуре и органам управления, квалификации и деловой репутации, стандартам корпоративного управления, системам управления рисками и внутреннего контроля, раскрытию информации и др. Также должен быть согласован порядок признания со стороны национального регулятора (уведомительный или разрешительный, перечень документов и сроки решения, основания для отказа).

Для минимизации рисков в рамках такой модели сначала могут быть допущены наиболее крупные, финансово устойчивые участники рынка (например, путем установления требований к капиталу по верхнему уровню, существующему среди стран ЕАЭС). См. раздел 3.4 Отчета по 4-му этапу.

тов; свободное предоставление услуг напрямую или через создание филиалов участниками финансового рынка одной страны на территориях других стран ЕАЭС без получения лицензий (разрешений)¹ принимающей страны;

— минимизацию возможностей регулятивного арбитража — выбор финансовым институтом страны происхождения должен осуществляться по территориальному признаку (объему операций, приходящихся на конкретную страну), а не по «жесткости» регулирования.

Переход к «единому паспорту» возможен лишь при условии: а) сближения / выравнивания уровней развития финансовых рынков стран ЕАЭС, б) высокой степени гармонизации финансового законодательства, в) активной роли наднационального регулятора.

3.4.4. Гармонизация модели финансового регулирования

3.4.4.1. Новая модель регулирования на финансовых рынках

Модели финансового регулирования в странах ЕАЭС должны быть: а) гармонизированы, б) настроены на стимулирование экономического роста и финансового развития.

После кризиса 2008 г. растет регулятивная нагрузка на финансовый сектор. На развивающиеся рынки переносятся глобальные стандарты финансового регулирования (G-20). Важны осторожность, постепенность, чтобы не возникла избыточная регулятивная нагрузка, мешающая развитию молодых рынков, ограничивающая риски инвестиций, которые они должны брать на себя, обслуживая модернизацию и быстрый рост.

Стоит применить «разноскоростную» модель регулирования (разные объемы и жесткость регулирования банков и небанковских финансовых организаций в зависимости от природы их рисков и функций), сдерживать ускоренный рост регулятивной нагрузки в сравнении с развитыми экономиками (выполнение обязательств G-20 с отставанием от них).

Будущее финансового регулирования в ЕАЭС связано со следующим:

— постепенный переход от модели, основанной на жестких предписаниях и правилах², к модели на основе принципов, соглашений, стандартов, прецедентов³; преодоление фрагментарности регулирования;

— повышение роли СРО, перенос в них работы по формированию стандартов и правил (см. пп. 3.8.1);

— снижение избыточных регулятивных издержек, в том числе на «комплаенс»;

¹ Страны ЕАЭС не должны препятствовать деятельности участников финансового рынка, зарегистрированных на территории других стран ЕАЭС, или предъявлять к ним дополнительные требования, не предусмотренные межгосударственным соглашением. При этом соглашением могут быть определены виды (категории) национальных финансовых институтов (критерии их определения), для которых не будут применяться требования «единого паспорта» и деятельность которых не будет подлежать полному «взаимному признанию» (смогут действовать только на национальном рынке).

² Модель регулирования “rules based”.

³ Модель регулирования “principles based”.

3.4. Базовые структуры интеграции

— переход к полноценному пруденциальному надзору за небанковскими финансовыми институтами (см. пп. 3.8.1);

— усиление антимонопольного регулирования на финансовых рынках, восстановление рыночной среды (снижение концентрации на рынках, оптимизация государственного участия в финансовых институтах / активах (см. пп. 3.3.1));

— развитие систем управления рисками, особенно в небанковских финансовых институтах, направленное на снижение повышенной волатильности, предупреждение перегрева рынков, снижение стимулов к принятию участниками избыточных рисков;

— совершенствование механизмов финансового оздоровления и банкротства небанковских финансовых институтов (см. пп. 3.8.1);

— постепенное расширение «периметра» финансового регулирования — переход к консолидированному надзору за финансовыми конгломератами и холдингами, пулами инвестиционных активов и их агрегированными рисками, системно значимыми финансовыми институтами (в том числе создание коллегий регуляторов¹); включение в сферу регулирования внебиржевых рынков, финансовых институтов и инструментов «теневой банковской деятельности» и безлицензионного финансового посредничества; исключение неоправданного регулятивного арбитража между институтами и финансовыми инструментами.

Возможная последовательность развития модели регулирования на финансовых рынках ЕАЭС — табл. 3.20.

3.4.4.2. Наднациональный орган по регулированию финансового рынка: оценка будущей роли и функций

С высокой вероятностью можно предполагать, что до 2025 г. в ЕАЭС будут сформированы условия, необходимые для создания и запуска наднационального органа по регулированию финансового рынка (далее — наднационального регулятора)² (возможная последовательность — табл. 3.20).

С учетом опыта европейской интеграции и практики интеграции в ЕАЭС (см. пп. 2.1.2, 2.1.6) можно ожидать, что будущие цели и функции наднационального регулятора будут связаны с обеспечением условий для: а) стабильного функционирования и развития общего финансового рынка ЕАЭС, б) интеграции финансового регулирования и надзора, в) надлежащей защиты прав инвесторов, г) транспарентности участников финансового рынка, д) развития конкурентной среды.

¹ После 2025 г. возможна реализация концепции «системно значимого финансового института» на общем финансовом рынке ЕАЭС, в рамках которой могут быть созданы коллегии национальных регуляторов стран ЕАЭС для надзора за системно значимыми участниками финансового рынка в рамках ЕАЭС (включая банки и небанковские финансовые организации) и финансовыми конгломератами, осуществляющими трансграничную деятельность.

² Пунктом 2 ст.103 Договора о ЕАЭС установлено, что принятие государствами ЕАЭС решения о полномочиях и функциях наднационального органа по регулированию финансового рынка и его создание с месторасположением в Алматы должны быть осуществлены в 2025 г., после завершения гармонизации законодательства в сфере финансовых рынков стран ЕАЭС.

Важно, чтобы наднациональный регулятор получил статус постоянно действующего органа ЕАЭС, а в перспективе¹ имел право обязательных для стран ЕАЭС решений, подлежащих прямому применению в ЕАЭС.

Другие обязательные условия: представительство национальных регуляторов стран ЕАЭС, наделение необходимыми ресурсами (финансовыми, техническими, информационными, кадровыми); операционная способность, адекватная функциям и полномочиям. Практика ЕЦБ — тому подтверждение (см. пп. 2.1.2.2).

Будущие функции наднационального регулятора:

1) в части создания общего финансового рынка:

— координация действий органов ЕАЭС и стран ЕАЭС в области гармонизации и унификации законодательства;

— разработка проектов стратегий, международных договоров и иных актов ЕАЭС в области развития финансовых рынков, мониторинг их реализации; подготовка предложений для национальных регуляторов по вопросам развития и регулирования финансовых рынков стран ЕАЭС;

— мониторинг и анализ национального законодательства на финансовых рынках ЕАЭС, подготовка решений по гармонизации во взаимодействии с национальными регуляторами стран ЕАЭС, профессиональными объединениями и ассоциациями, участниками рынка;

— разработка общих стандартов деятельности, рекомендаций, лучших практик для национальных регуляторов и участников финансовых рынков стран ЕАЭС;

2) в области регулирования и надзора на финансовых рынках ЕАЭС:

— предотвращение недобросовестной конкуренции на финансовых рынках; защита прав инвесторов и потребителей финансовых услуг;

— лицензирование наднациональных инфраструктурных и иных финансовых институтов, создаваемых странами ЕАЭС (наднациональных рейтинговых агентств, институтов расчетно-депозитарного кластера², бюро кредитных историй (в случае их создания) и др.); полный объем функций и полномочий по прямому надзору в отношении наднациональных инфраструктурных и иных финансовых институтов, лицензируемых наднациональным регулятором;

— обеспечение взаимодействия национальных регуляторов в процессе надзора за участниками финансовых рынков, осуществляющих трансграничную деятельность в ЕАЭС, в том числе при осуществлении их реструктуризации и банкротства;

— формирование, ведение и актуализация интегрированной информационной системы для финансовых рынков ЕАЭС (см. пп. 3.4.2).

После 2025 г., по мере роста зрелости и уровня интеграции финансовых рынков ЕАЭС, а также при формировании у наднационального органа необходимых ресурсов и операционной способности, может быть рассмотрена целесообразность наделения его следующими функциями:

¹ По мере роста уровня зрелости и интеграции финансовых рынков ЕАЭС, наличия у наднационального регулятора необходимых ресурсов и операционной способности.

² См.: Отчет о НИР по 3-му этапу «Формирование единого биржевого пространства и централизация институтов учета и расчетов в рамках ЕЭП» (ООО «ИНФИ ПАРТАД).

3.4. Базовые структуры интеграции

— передача прямого надзора за системно значимыми финансовыми институтами, которые соответствуют критериям, согласованным государствами ЕАЭС¹ (см. практику ЕЦБ — пп. 2.1.2.2);

— в дальнейшем — передача части полномочий по лицензированию отдельных видов финансовых институтов и надзору за ними.

3.4.5. Защита прав потребителей финансовых услуг и инвесторов

По мере развития и интеграции финансовых рынков ЕАЭС важно обеспечить совершенствование институтов защиты прав инвесторов и собственности, механизмы мониторинга и надзора за нарушениями прав инвесторов, повышать уровень прозрачности рынка, обеспечивать максимальное соблюдение прав инвесторов и потребителей финансовых услуг, создавать полноценные системы компенсации их убытков.

Возможная последовательность работ по созданию системы защиты прав потребителей финансовых услуг и инвесторов — табл. 3.19:

— в 2017—2020 гг.:

— разработка и принятие странами ЕАЭС единых рекомендаций по системе защиты прав потребителей финансовых услуг и финансовой грамотности;

— разработка и принятие странами ЕАЭС согласованных подходов к квалификации инвесторов на финансовом рынке;

— создание институтов финансового омбудсмена / распространение сферы их деятельности на все сегменты финансового рынка;

— внедрение в законодательство стран ЕАЭС согласованных подходов к квалификации инвесторов на финансовом рынке;

— в 2021—2025 гг.:

— разработка и принятие странами ЕАЭС согласованных требований к компенсационным (гарантийным) фондам на рынке ценных бумаг и страховом рынке;

— внедрение в законодательство стран ЕАЭС согласованных требований к компенсационным (гарантийным) фондам на рынке ценных бумаг и страховом рынке;

— в последующие периоды — создание в странах ЕАЭС компенсационных (гарантийных) фондов на рынке ценных бумаг;

— рост числа покрываемых рисков компенсационных (гарантийных) фондов по расширенному перечню видов страхования.

¹ Например, объем активов выше порогового значения в абсолютной сумме или в процентах ВВП государств ЕАЭС; имеющими существенное значение для экономики и финансовых рынков стран ЕАЭС; имеющими дочерние организации, осуществляющие деятельность на финансовых рынках в странах ЕАЭС; финансовыми конгломератами / холдингами, осуществляющими трансграничную деятельность.

Развитие институтов защиты прав инвесторов и потребителей

Ключевое направление — совершенствование институтов финансового омбудсмена¹:

— в странах ЕАЭС, в которых отсутствуют эти институты (Беларусь, Кыргызстан), создание специализированных служб / ведомств для защиты прав инвесторов и потребителей на финансовом рынке и в сфере корпоративного управления (по сегментам финансового рынка: банки, РЦБ, страхование (в зависимости от масштабов секторов));

— в странах ЕАЭС, в которых есть институты финансового омбудсмена (Казахстан, Россия)², распространение их деятельности на все сегменты финансового рынка;

— наделение службы омбудсмена правовым статусом обеспечивающим обязательный характер принимаемых им решений для всех участников финансовых рынков (при создании институтов (Беларусь, Кыргызстан), если решения финансового омбудсмена не носят обязательного характера (РФ)).

В будущем возможно создание наднационального института (службы) омбудсмена на финансовом рынке по аналогии с ЕС³, с полномочиями высшей инстанции по отношению к решениям национальных омбудсменов, а также в отношении деятельности наднационального органа регулирования финансового рынка, иных наднациональных органов (ЕЭК) (последнее — на перспективу после 2030 г.).

Развитие системы компенсации убытков инвесторов и потребителей финансовых услуг⁴

Такое развитие может осуществляться на основе:

— *создания компенсационных (гарантийных) фондов на РЦБ* для защиты активов населения от потерь в результате неправомерных действий или банкротства инвестиционных компаний и фондов, управляющих компаний. Возможны как добровольные, так и обязательные схемы (централизованные системы компенсации с участием государства, компенсационные фонды СРО); при этом важно определение статуса таких фондов, порядка их создания, управления, выплаты компенсаций, надзора за ними;

— *развития систем компенсации убытков потребителей страховых услуг* — создание (при отсутствии) либо расширение покрываемых рисков компенсационных (гарантийных) фондов для широкого перечня видов страхования, в пер-

¹ Расширение полномочий, наделение правовым статусом принятых решений институтов финансового омбудсмена предусмотрено в российских и казахстанских стратегических документах (Раздел 2, Задача 3, Концепция 2030 РК); (Раздел II, Стратегия страховой деятельности 2020 РФ).

² В Армении действие финансового омбудсмена распространяется на все сектора финансового рынка.

³ В ЕС действует наднациональный омбудсмен, рассматривающий обращения не только в финансовом секторе, сфера деятельности — рассмотрение жалоб в отношении деятельности институтов, органов и учреждений ЕС.

⁴ О развитии системы страхования вкладов см. пп. 3.7.4.

вую очередь обязательного и добровольного страхования автотранспортных средств и гражданской ответственности, страхования жизни¹.

Отсутствие компенсационных (гарантийных) фондов на РЦБ во всех странах ЕАЭС (на страховом рынке — наличие в ряде государств²) дает возможность уже сейчас создавать их на основе гармонизированного подхода³.

Развитие законодательства и системы надзора за нарушениями прав инвесторов и потребителей финансовых услуг

Будет происходить по следующим направлениям:

1) диверсификация правовых механизмов защиты прав инвесторов:

— развитие механизмов защиты с учетом квалификации инвесторов, их типов (миноритарные акционеры, владельцы иных ценных бумаг, пайщики/участники пенсионных фондов);

— расширение «периметра» регулирования на финансовом рынке (см. пп. 3.4.4.1);

— повышение ответственности участников рынка за нарушение прав инвесторов и потребителей финансовых услуг;

— гармонизация механизмов защиты⁴;

2) создание полноценных систем выявления, мониторинга и надзора за нарушениями прав инвесторов и потребителей финансовых услуг:

— развитие механизмов мониторинга и защиты, в том числе в сети Интернет, направленных против суррогатов финансовых инструментов, нелегализованного финансового посредничества, «финансовых пирамид» и др.; запрет ненадлежащей рекламы финансовых услуг; систематическое раскрытие информации о рисках инвесторов, связанных с нелегализованной финансовой деятельностью;

— создание «горячих линий» для жалоб инвесторов, действенного механизма их оперативного рассмотрения регулятором и реагирования;

— разработка профессиональных стандартов для персонала национальных регуляторов (урегулирование конфликтов интересов, исключение использования инсайдерской информации, соблюдение этики и др.).

¹ В стратегических документах предусматривается создание компенсационных (гарантийных) фондов в сфере страхования в Беларуси (Глава 4, Программа Правительства 2011—2015 РБ), (Программа Правительства 2015 РБ), РФ (Раздел III.9, Приложение 2, Раздел IV.22, Стратегия страховой деятельности 2020 РФ), расширение основ деятельности в Казахстане (Разделы 2—3, Концепция 2030 РК).

² Подробнее о состоянии таких систем см. п. 1.6.

³ Гармонизированные требования должны определять случаи компенсации (банкротство и (или) недобросовестное поведение финансовых институтов и др.), статус системы компенсации (обязательная/добровольная), перечень институтов, участвующих в системе компенсации убытков (для РЦБ — профессиональные участники РЦБ, управляющие компании, инвестиционные фонды; для страхования — участники страхового рынка (виды страхования)), минимальные предельные суммы компенсации, сроки и порядок выплаты компенсации, возможно — общие требования по формированию данных фондов (порядок уплаты взносов, размеры взносов, управление средствами фондов и др.).

⁴ На РЦБ могут быть введены гармонизированные требования к порядку квалификации инвесторов и определению уровня защиты прав инвесторов в зависимости от их квалификации; в страховании — гармонизация процедур по оценке ущерба (согласование подходов к оценке вреда, причиненного жизни, здоровью, имуществу пострадавшего (между странами ЕАЭС, различными видами страхования)).

3.5. Международные финансовые центры Евразии

Для основания точек ускоренного роста и развития финансовых рынков, концентрации иностранных финансовых институтов, денежных ресурсов эффективным может быть создание системы международных финансовых центров ЕАЭС (МФЦ ЕАЭС).

Цель МФЦ ЕАЭС

1. Развитие современной территориально распространенной инфраструктуры, интегрированной с международными расчетно-клиринговыми центрами.

2. Игра на опережение, долгосрочная политика: концентрация иностранных капиталов на экономическом пространстве ЕАЭС; ускоренный промышленный рост, модернизация, биржевой сектор SME; насыщение денежными средствами.

Потенциал МФЦ ЕАЭС — возможность занять заметное место в международных финансах; мировое призвание (положение на оси Лондон — Франкфурт — Токио); ядро концентрации финансовых институтов и инструментов для стран СНГ; сосредоточение исламского банкинга: Россия — Центральная Азия — Казахстан; важный сегмент рынка финансовых инструментов стран БРИКС¹.

Возможная последовательность создания двухъядерного МФЦ ЕАЭС

Построение МФЦ ЕАЭС — долгосрочная задача. На первом этапе важно создание институциональной, организационно-правовой, технологической, информационной, регулятивной, управленческой, судебной инфраструктуры двухъядерного универсального МФЦ на базе Москвы и Астаны/Алматы; развитие системы управления; обеспечение благоприятного налогового, правового, валютного режима деятельности для юридических лиц — прежде всего нерезидентов и резидентов стран ЕАЭС.

На втором этапе — обеспечение условий для совершения нерезидентами всего спектра финансовых операций в МФЦ.

Работы по созданию МФЦ ЕАЭС (до «запуска») могут быть реализованы в последовательности (табл. 3.18):

— заключение Соглашения об МФЦ ЕАЭС; развитие законодательной и ресурсной базы;

— обеспечение благоприятного налогового, валютного режима (приоритет — нерезиденты — юридические лица);

— создание «пула ликвидности» иностранных финансовых институтов для запуска МФЦ.

Развитие инфраструктуры МФЦ ЕАЭС так или иначе будет сопряжено с созданием интегрированного биржевого пространства ЕАЭС на основе консолидации торговых платформ бирж с перекрестным членством и листингом (о зарубежном опыте развития интегрированного биржевого рынка МІІА см. пп. 2.1.4).

¹ Заявки на подобную роль еще не были озвучены ни одним финансовым центром.

Дополнительные условия:

— интеграция с мировыми торговыми системами, развитие «электронного МФЦ»¹;

— выделение и развитие ключевых кластеров и точек роста (производство, услуги) в Москве и Астане / Алматы, способных привлечь иностранные инвестиции, международные компании и специалистов-нерезидентов;

— развитие транспортной и образовательной инфраструктуры, упрощение въезда / иммиграции для квалифицированных кадров, повышение уровня владения языками².

Перспективная модель МФЦ ЕАЭС

Создание двухъядерной модели МФЦ на базе МФЦ Москвы и Астаны / Алматы возможно в структуре: «нерезидент — нерезидент» — обслуживание операций нерезидентов (расчеты, ценные бумаги, валютные операции, срочный рынок и т.д.); «нерезидент — резидент»³; свободные (специальные, особые) экономические зоны⁴ (рис. 3.1).

Возможно сочетание трех форматов операций: транзитный (между нерезидентами), конечный (между резидентами и нерезидентами), свободные (специальные, особые) экономические зоны (табл. 3.22).

В рамках данной модели может формироваться специализация системы МФЦ по сегментам и инструментам (табл. 3.23).

Система управления МФЦ

Цель — создание системы управления МФЦ как отдельных структур, наделенных необходимыми функциями, правами, ресурсами.

1. Существуют несколько вариантов для выбора модели управляющих организаций МФЦ.

Вариант 1 — управляющая организация — членская некоммерческая организация, созданная по инициативе наднациональных и национальных регуляторов, СРО, бирж Союза, предполагающая участие заинтересованных финансовых институтов в данной организации на основе членства.

Членство в управляющей организации обеспечивает предоставление доступа к операциям и права на налоговые льготы по операциям «нерезидент — нерези-

¹ Имеется в виду ускоренное введение: новых технических систем и технологий совершения сделок и расчетов, систем раскрытия информации, компьютеризированной системы документооборота, ограничения сборов и налогов, связанных с финансовыми операциями, срочных рынков, обеспечивающих необходимую инновационность, системы защиты прав инвесторов, рыночного надзора, борьбы с инсайдерской торговлей, гармонизации с международными стандартами, других мер, обеспечивающих снижение издержек и рисков участников финансовых рынков.

² Комфортность работы в городской агломерации, развитость «тяжелой» и «легкой» инфраструктур отмечается в стратегиях и анализе результатов развития МФЦ Лондона, Шанхая.

³ Обслуживание операций между резидентами и нерезидентами в форме финансовых инструментов, выпущенных иностранными и российскими эмитентами.

⁴ В терминах Договора о ЕАЭС, ст. 27. Например, в г. Калининград, СЭЗ Дальнего Востока или г. Сочи. Трансграничные операции, сторонами которых являются только нерезиденты; ограничения на операции с резидентами, за исключением участников свободных (специальных, особых) экономических зон.

3.5. Международные финансовые центры Евразии

Т а б л и ц а 3.22. **Характеристика МФЦ**

Сегмент	«Нерезидент — нерезидент»	«Нерезидент — резидент»	«Свободные экономические зоны»
Участники	<p>Финансовые институты</p> <p>— Нефинансовые компании и физические лица — нерезиденты (как клиенты)</p> <p>— Инфраструктурные компании — нерезиденты¹</p>		<p>Компании-нерезиденты, компании, зарегистрированные в МФЦ (финансовые институты или специальные компании)²</p>
Операции	<p>— Торговля валютой, ценными бумагами, ПФИ, структурированными продуктами и другими финансовыми инновациями, управление активами,</p> <p>— страхование и перестрахование;</p> <p>— банковские операции (кредитование, депозиты, денежные переводы и др.);</p> <p>— посредничество на РЦБ: подготовка к размещению, кросс-листинг, управление активами и др.;</p> <p>— вспомогательные сопроводительные услуги — юридические, аудиторские, бухгалтерские, экспертиза и оценка акций при размещении</p>		<p>Различные виды финансовых услуг: операции страхования и перестрахования, банковские операции (кредитование, депозиты, денежные переводы и др.); посредничество на РЦБ: подготовка к размещению, управление активами и др.; торговля инструментами денежно-кредитного рынка на межбанковском рынке; управление активами, вспомогательные сопроводительные услуги — юридические, аудиторские, бухгалтерские, экспертиза и оценка акций при размещении и др.</p>
		<p>+</p> <p>Отдельные биржевые сегменты</p> <p>— Сегмент компаний малой и средней капитализации (по аналогии с AIM LSE) — привлечение инвестиций в инновации.</p> <p>— Сырьевой сегмент (торги нефтью, нефтепродуктами, газом, металлами, ПФИ на перечисленные выше виды сырья).</p> <p>— Сегмент иностранных ценных бумаг (депозитарные расписки, ценные бумаги иностранных эмитентов).</p> <p>— Специализированный сегмент исламских финансов</p>	

¹ Аудиторские, консалтинговые, бухгалтерские, актуарные, оценочные, научно-исследовательские и аналитические и др.

² Удовлетворяют условиям: регистрации в качестве специальной компании (аналог офшорных компаний — International Business Companies, Private Liability Limited Companies), получение лицензии уполномоченного регулятора СФЗ на осуществление видов деятельности.

3. Будущее финансовых рынков Евразии: ориентиры совместного развития и интеграции

Т а б л и ц а 3.23. Специализация МФЦ по сегментам и инструментам

Сегменты	МФЦ Москвы	МФЦ Астаны / Алматы
I. Транзитный сегмент (оптовые операции)	+	По мере роста и развития системы МФЦ — возможность создания транзитного сегмента для нерезидентов
II. Международный сегмент	На базе Московской биржи или, по усмотрению сторон, бирж Санкт-Петербурга (товарный срочный рынок)	На базе Казахстанской фондовой биржи, в том числе: — специализация исламских финансов
III. Свободные (специальные, особые) экономические зоны)	Регион по усмотрению сторон	Особый режим деятельности для юридических лиц стран ЕАЭС

дент» в рамках МФЦ. На более «зрелом» этапе развития МФЦ членам может быть передано право участия в управлении развитием МФЦ (см. успешный опыт Лондона — Corporation of London's Economic Development Unit).

Вариант 2 — Управляющая организация — уполномоченная органами государственной власти организация или отдельный уполномоченный государственный орган, подотчетный национальному регулятору или правительству. Для получения доступа к операциям для нерезидентов и к налоговым льготам предполагается получение статуса участника МФЦ. Этот статус может предоставляться управляющей организацией (при наличии полномочий) или финансовым регулятором (по специальной упрощенной процедуре при поддержке управляющей организации).

В любом случае они наделяются функциями и полномочиями: прямого доступа к регулятору на финансовом рынке¹; разработки и реализации программ и стратегий развития МФЦ; привлечения финансовых институтов — потенциальных участников МФЦ²; содействия развитию финансовой инфраструктуры, взаимодействия с фондовыми биржами; маркетинга, международной рекламы МФЦ³.

2. Международный сегмент биржи может управляться как часть структуры управления фондовой биржи, на базе которого он создан.

3. Управление в свободных (специальных, особых) экономических зонах, как правило, осуществляется уполномоченной органами государственной власти организацией (государственным органом), подотчетным национальному регулятору или правительству.

¹ Взаимодействие с регулятором, возможность внесения предложений по развитию МФЦ, по развитию налоговых и иных льгот для участников МФЦ. В зависимости от модели управляющей организации — предоставление налоговых льгот участникам МФЦ.

² Международные презентации, переговоры, встречи, консультации, информационная поддержка; предоставление статуса члена управляющей организации/участника МФЦ для обеспечения доступа к транзитному сегменту (в случае членского доступа).

³ Внутри или в виде отдельной сотрудничающей с ней организации.

Создается система взаимодействия между управляющими организациями МФЦ¹ и органами ЕАЭС². Надзор и регулирование деятельности участников МФЦ осуществляются национальным регулятором.

Правовая система, система регулирования, судебная защита

В системе правовых актов национального и наднационального уровней будут закреплены особые режимы регулирования МФЦ, допуска и работы их участников, регулирования и надзора, льготного налогообложения, операций по счету капитала, визового режима для иностранных специалистов, порядка разрешения споров по операциям, гарантии защиты прав³.

Возможно сегментное введение английского права и специализированного суда.

Для обеспечения привлекательности системы МФЦ актуально введение упрощенных требований к участникам свободных (специальных, особых) экономических зон⁴, свобода осуществления компаний-нерезидентом инвестиционной деятельности⁵; применение специальных программ налоговых льгот⁶.

¹ Перекрестное участие в управляющих организациях каждой страны МФЦ (в случае членской управляющей организации) или взаимодействие на основе соглашений между ними.

² Участие наднациональных структур ЕАЭС (ЕЭК — до 2025 г.; наднационального органа — после 2025 г.) в создании, координации деятельности управляющих организаций, развитии МФЦ.

³ Возможно принятие национальных законов об МФЦ (Москва, Астана / Алматы) вместо последовательного внесения изменений в законодательные акты стран.

⁴ Регистрация и управление компанией (минимальные требования к количеству участников и капиталу; отсутствие требования физического присутствия/офиса; упрощенные требования к публикации финансовой отчетности и аудиту); ежегодные регистрационные платежи; для финансовых институтов — наличие соответствующей лицензии, соблюдение пруденциальных требований; нераспространение ограничений, установленных национальным законодательством, на участие нерезидентов в соответствующих видах деятельности; введение облегченной возможности взаимного признания лицензий, аттестатов, иных разрешений на ведение деятельности, проспектов ценных бумаг для стран ЕАЭС, ОЭСР для осуществления деятельности в свободных (специальных, особых) экономических зонах МФЦ; установление для финансовых институтов в свободных (специальных, особых) экономических зонах МФЦ упрощенных или льготных пруденциальных требований. Для банков возможно отсутствие обязательного участия в системе страхования вкладов, снижение нормативов обязательного резервирования, нормативов ликвидности, отсутствие лимитов валютной позиции и др.

⁵ В том числе: вложение средств в любые финансовые активы, разрешенные к обращению на территории МФЦ, инвестиционная деятельность для иностранных юридических лиц, не имеющих постоянного представительства, в том числе для банков, страховых компаний, брокерско-дилерских компаний. Важными условиями реализации таких возможностей являются: отсутствие или существенное ослабление валютного контроля, торговых барьеров и квот, ограничений на репатриацию капитала; отсутствие требований по найму местных кадров, ограничений на иностранные кадры; надзор и противодействие легализации преступных доходов; прозрачная система операций с удобными стандартами правил и норм.

⁶ Международный опыт показывает, что наиболее эффективными являются льготы, предоставляемые по операциям на международных финансовых рынках, в которых не участвуют резиденты. О возможной системе налоговых льгот в МФЦ ЕАЭС см. раздел 3.7.3 Отчета по 4-му этапу.

3.6. Устранение барьеров: движение капиталов, инвестиций, финансовых услуг

3.6.1. Торговля финансовыми услугами

Ключевое направление развития — обеспечение последовательного роста открытости с опережающим созданием свободного рынка финансовых услуг внутри ЕАЭС.

Может быть предусмотрена следующая последовательность действий (табл. 3.20):
— в 2020—2025 гг.:

— реализация мероприятий по выявлению и укреплению чувствительных к открытию границ секторов финансовых рынков стран ЕАЭС (предоставления национального режима);

— реализация обязательств по неприменению установленного Договором о ЕАЭС перечня ограничений к поставщикам финансовых услуг в определенном Договором расширенном перечне секторов финансового рынка и предоставлению им национального режима, в том числе при учреждении и деятельности;

— с 2025 г. — реализация Соглашения о либерализации рынка финансовых услуг стран ЕАЭС.

Страны ЕАЭС могут предоставлять друг другу национальный режим¹, режим наибольшего благоприятствования² во всех секторах финансовых услуг³ по мере роста их готовности, последовательного устранения взаимных барьеров при учреждении и (или) деятельности финансовых институтов.

Реализация соглашений, закрепленных Договором о ЕАЭС, по предоставлению национального режима, режима наибольшего благоприятствования при осуществлении трансграничной торговли, учреждении и деятельности⁴ страховых, банковских организаций, небанковских финансовых организаций⁵ позволит сократить количественные ограничения по учреждению и деятельности⁶ уже к 2020 г.

¹ Понятие национального режима и режима наибольшего благоприятствования используется в трактовке, данной в п. 3 Протокола о финансовых услугах. Предоставление не менее благоприятного режима, а также возможность предоставления отличного режима при условии неизменения условий конкуренции в пользу лиц этого государства, возможность применения отдельных ограничений и условий, указанных в национальных перечнях, неприменение ограничений по количеству учреждаемых обществ (Приложение 16 к Договору о ЕАЭС, ч. VI, п. 1, пп. 24—26, 27—29 п. 30, п. 32).

² Об устранении барьеров при торговле финансовыми услугами между государствами ЕАЭС в рамках развития интегрированных сегментов финансовых рынков стран ЕАЭС, взаимного признания см. пп. 3.4.3, 3.8.3.1. Перечень перспективных для формирования интегрированных (биржевых) сегментов финансовых рынков стран ЕАЭС — п. 3.1, содержание и последовательность применения механизмов «взаимного признания» участников финансовых рынков и финансовых инструментов — пп. 3.4.2, варианты допуска участников МФЦ ЕАЭС в составе специализированных сегментов (трансграничного, международного биржевого и специальных (особых) экономических зон) — п. 3.5.

³ Протокол о финансовых услугах (п. 4, 6, 10—11).

⁴ Протокол о финансовых услугах (п. 6, 7).

⁵ Сравнительный анализ принятых в Договоре о ЕАЭС обязательств в части свободы учреждения или деятельности страховых, банковских организаций, участников РЦБ — см. раздел 4.2.5 Отчета по 2-му этапу.

⁶ Снятие ключевых барьеров взаимного доступа — квоты на участие иностранного капитала в уставных капиталах участников финансового рынка. Квота иностранных инвесторов в управляющих компаниях страховых организаций Беларуси, России, ограничения по контролю более 25% уставного капитала страховым и банковским холдингом-нерезидентом в Казахстане, квоты иностранного участия в банковской системе в России и Беларуси, установленная доля уполномоченного органа в организаторе торговли в Казахстане и др.

С высокой вероятностью для обеспечения свободы торговли финансовыми услугами между странами ЕАЭС будет подписано Соглашение о либерализации рынка финансовых услуг (на базе принципов ВТО):

- дифференцированный подход к формированию списка обязательств по либерализации, свобода не включать в него со своей стороны отдельные финансовые услуги (операции);
- решение о либерализации, расширении и (или) изменении списка обязательств — результат переговоров между странами ЕАЭС;
- возможность пруденциального надзора за участниками финансового рынка, равное отношение к поставщикам финансовых услуг — резидентов ЕАЭС при принятии административных мер, лицензировании;
- гарантирование того, что стандарты, требования по лицензированию и аттестации не являются барьерами для торговли: более жесткие требования должны быть согласованы путем переговоров;
- прозрачность: открытость и уведомление обо всех принимаемых мерах и новых законах о (финансовых) услугах;
- содействие в расширении участия стран ЕАЭС в либерализации своих финансовых рынков через постоянный процесс обсуждения обязательств;
- свобода международных платежей по текущим операциям, связанным с финансовыми услугами, в случае, если данная область финансовых услуг включена в список обязательств по либерализации (исключая случаи проблем с платежным балансом);
- неприменение ограничений по количеству филиалов, других ограничений в отношении работы или владения поставщиками финансовых услуг — резидентами ЕАЭС;
- равное отношение к поставщикам из других стран ЕАЭС и национальным поставщикам финансовых услуг (национальный режим) в пределах согласованных обязательств по либерализации¹.

В ближайшие годы, так или иначе, странам ЕАЭС предстоит реализация принятых обязательств по либерализации финансовых рынков в рамках членства в ВТО², проведение мероприятий по выявлению и укреплению чувствительных к открытию границ финансовых секторов.

3.6.2. Повышение открытости счетов капиталов

Перспективные направления будущего развития:

- рост открытости счета капитала, выравнивание его режимов по странам ЕАЭС в соответствии с ростом уровня их финансового развития, с учетом сложившихся экономических условий;

¹ Должен быть предусмотрен механизм контроля исполнения обязательств, согласованных в Договоре о ЕАЭС в части установления национального режима, режима наибольшего благоприятствования, соглашения о либерализации рынка финансовых услуг: назначение уполномоченного контрольного органа в составе ЕЭК; периодическое предоставление отчетов о соблюдении обязательств странами ЕАЭС; рассмотрение поступивших жалоб на несоблюдение положений Договора о ЕАЭС.

² Армения (GATS/SC/137), Казахстан (GATS/SC/154), Кыргызстан (GATS/SC/125), Россия (GATS/SC/149).

3. Будущее финансовых рынков Евразии: ориентиры совместного развития и интеграции

— обеспечение свободного совершения валютных операций между резидентами ЕАЭС, включая открытие счетов (вкладов) резидентами (нерезидентами) в уполномоченных институтах стран ЕАЭС.

Важное условие открытости — снижение системного риска, в том числе за счет реструктурирования финансового сектора стран ЕАЭС.

В будущем с высокой вероятностью ожидается гармонизация режимов счетов капитала стран ЕАЭС, сближение уровней их открытости, свободное движение инвестиций и капитала внутри ЕАЭС:

— координация политик в области открытия счета капитала, обеспечение условий для роста открытости¹ с возможностью установления ограничений, изъятий, дополнительных требований и условий в отношении чувствительных к открытию границ секторов.

К 2025 г. возможно приведение открытости счетов капитала² стран ЕАЭС с более закрытым счетом капитала к среднему уровню открытости, достигнутому государствами-членами с более открытым счетом капитала³;

— выполнение требования неухудшения (в меру макроэкономических условий) достигнутых результатов либерализации;

— параллельно — стабилизация счета капитала с обращением к «квазирыночным» инструментам, ограничивающим потоки «горячих денег»⁴. Осторожное, не нарушающее рыночность среды, использование административных ограничений («потолков», лимитов, границ, нормативов) для ослабления дисбалансов и волатильности финансов стран ЕАЭС;

— использование лучших принципов либерализации счета капитала, счета текущих операций ОЭСР⁵.

Устранение барьеров в валютных операциях в ЕАЭС предполагает:

— последовательное снятие контроля (ограничений) за невидимыми операциями и текущим счетом⁶ (в меру макроэкономических возможностей) в части конверсионных операций; требований по обязательной продаже валютной выручки; требований по репатриации валюты⁷;

— последовательное открытие счета капитала в части валютных операций, в том числе: отмена лицензирования операций движения капитала и открытия

¹ В соответствии с зарубежной практикой в первую очередь либерализуются: ПИИ; выход национальных эмитентов по любым финансовым инструментам на зарубежные рынки; торговля ценными бумагами нерезидентов, участие нерезидентов в торговле (стимулирование привлечения ликвидности).

² Казахстан, Кыргызстан, Беларусь — см. раздел 5.1.1.3 Отчета по 3-му этапу.

³ Ориентир — уровень открытости российского счета капитала.

⁴ Обязательное резервирование средств, обложение налогом средств, выводимых в короткие сроки, запрещение отдельных сделок, связанных с «carry trade», инвестиций в отдельные финансовые инструменты, лимитирование позиций по краткосрочным внешним долгам для операций на финансовом рынке и т.п.

⁵ См. пп. 2.2.2.

⁶ По оценкам МВФ, в 2014 г. только у двух стран — России и Армении — отсутствовал контроль (ограничения) за невидимыми операциями и текущим счетом. У стран с высокой долей экспорта (Россия, Казахстан, а также Беларусь) действуют требования о поступлении валютной выручки на счета в уполномоченных банках (требования по репатриации).

⁷ Для Беларуси до 1 января 2020 г. закреплено право применять свое законодательство в отношении сроков репатриации денежных средств резидентами (ст. 11 Проекта Соглашения о валютных правоотношениях) (на конец 2015 г.).

3.7. Возможности банковского сектора

счетов в иностранных банках¹; первоочередное снятие ограничений на операции с валютой для нерезидентов²;

— постепенный, по мере роста финансовой зрелости отказ от применения:

а) ограничительных мер по валютно-обменным операциям как ответной реакции на ухудшение состояния платежного баланса, ограничений на открытие счетов (вкладов) в иностранной валюте и в национальной валюте резидентами стран ЕАЭС в другой стране ЕАЭС;

б) практики установления официальных обменных курсов национальными (центральными) банками для обязательной продажи неиспользованной валютной выручки для юридических лиц — резидентов и нерезидентов;

в) установления лимитов на кредиты в иностранной валюте.

Возможна следующая последовательность устранения барьеров в части операций по счету капитала (табл. 3.20):

— в 2020—2025 гг.:

— разработка и принятие странами ЕАЭС Концепции либерализации счетов капиталов;

— снятие контроля (ограничений) за невидимыми операциями и текущим счетом (по мере становления соответствующих условий);

— с 2025 г. — открытие счета капитала в части валютных операций, совершаемых между резидентами стран ЕАЭС.

3.7. Возможности банковского сектора

Будущее банковского сектора в странах ЕАЭС связано с расширением кредитования экономики, финансирования малого и среднего бизнеса, развитием системы ипотечного жилищного кредитования, ростом сбережений населения и частного сектора, снижением рисков в банках.

Интеграция банковских систем в ЕАЭС должна способствовать сближению уровня их развития, а также созданию равных условий доступа и конкуренции между банками стран ЕАЭС.

Возможные направления гармонизации регулирования в банковском секторе (табл. 3.17, 3.19): гармонизация инструментов, институтов и инфраструктуры.

3.7.1. Инструментальная структура (банковские продукты и услуги)

Перспективы развития инструментальной структуры связаны, с одной стороны, с диверсификацией банковских продуктов и услуг в странах ЕАЭС, а с другой — должны быть обеспечены ростом активов и адекватным уровнем капитализации банков.

¹ В Казахстане, Армении реализованы принципы полной конвертируемости национальной валюты: отменено лицензирование операций движения капитала и открытия счетов в иностранных банках, сняты ограничения на конверсионные операции юридических лиц на внутреннем валютном рынке. В России, Беларуси, Кыргызстане сохраняется лицензируемый порядок операций резидентов, связанных с движением капитала (банковские лицензии на валютные операции).

² Данные ограничения присутствуют в Кыргызстане.

Предполагается, что развивающиеся рынки ЕАЭС, которые стремятся приблизиться к зрелым, должны подтягиваться к развитым по уровню насыщенности финансовыми активами (в том числе в части индикатора «Активы банков/ВВП,%») (целевые ориентиры в пп. 3.1.3, табл. 3.13).

Можно ожидать, что будущий рост банковских активов будет обеспечен развитием депозитной базы (в Казахстане и Кыргызстане — в том числе за счет депозитов населения) и направлен на расширение кредитов частному сектору — до 70—80% ВВП для Армении и России, 40—60% ВВП для других стран ЕАЭС (см. пп. 3.1.3, табл. 3.10). Предстоит сбалансировать кредиты банков различным отраслям экономики, предотвратить избыточную концентрацию кредитных рисков в отдельных секторах.

Диверсификация банковских продуктов при поддержке государства в странах ЕАЭС:

- рынок массового ипотечного жилищного кредитования, развитие механизмов рефинансирования ипотечных кредитов (выпуск банками ипотечных ценных бумаг, перепродажа пулов ипотечных кредитов рефинансирующим организациям, механизмы рефинансирования центральным банком);

- рефинансирование центральным банком портфелей кредитов среднему и малому бизнесу, прежде всего в региональных банках, а также портфелей обязательств по проектному финансированию (при соблюдении рыночных критериев качества портфелей);

- реализация программ целевых кредитов при поддержке государства для финансирования приоритетных отраслей, объектов инфраструктуры и ГЧП, социальных и экологических инвестиционных проектов (при увязке уровня поддержки с принимаемыми банками рисками);

- развитие гарантийных институтов (фондов) поддержки малого и среднего бизнеса.

Можно ожидать диверсификации на основе активного трансфера банковских услуг и продуктов между странами ЕАЭС (мобильный и интернет-банкинг, исламский банкинг в Казахстане, Кыргызстане и России, иной социально ориентированный банкинг, карточные продукты, металлические счета и др.). Как показывает практика ЕС (см. пп. 2.1.2.1), особую роль в развитии банковских продуктов и услуг может сыграть процесс гармонизации, в том числе минимальных стандартов электронных и дистанционных банковских услуг, разработка рекомендаций (кодексов поведения), носящих добровольный характер, в области ипотечных кредитов; в перспективе — гармонизация исламских банковских продуктов и услуг (табл. 3.24).

3.7. Возможности банковского сектора

Таблица 3.24. **Возможные последовательность и направления гармонизации регулирования банковских продуктов и услуг**

Год	Возможные направления гармонизации
2017—2019	Гармонизированный перечень операций и видов деятельности, осуществляемых кредитными организациями: — определение перечня операций, признаваемых банковскими; — определение иных, помимо банковских операций, видов деятельности, разрешенных для кредитных организаций; — определение перечня и статуса организаций, которые вправе осуществлять отдельные технологические части банковских операций
2020—2025	Рекомендации (кодекс поведения) для кредитных организаций в области предоставления ипотечных кредитов, носящие добровольный характер
	Согласованные требования к регулированию порядка предоставления электронных и дистанционных банковских услуг, в том числе: — требования к стандартам высокотехнологичных банковских услуг; — требования к используемым программно-техническим средствам, защите информации, управлению операционными, техническими и технологическими рисками, предотвращению кибермошенничества и легализации доходов
	Согласованные требования к порядку предоставления исламских банковских продуктов и услуг

3.7.2. Институты банковского сектора

Прогнозируется сохранение в ЕАЭС модели «универсального» банка как базы финансового сектора, предлагающей широкий перечень финансовых услуг (банковских, страховых, инвестиционных и т.п.) и комплексное обслуживание клиентов.

Будущее банковских институтов стран ЕАЭС зависит от возможностей формирования для них рыночной конкурентной среды, повышения их финансовой устойчивости и прозрачности.

Возможная последовательность гармонизации регулирования институтов в банковском секторе — табл. 3.25.

Таблица 3.25. **Возможные последовательность и направления гармонизации регулирования институтов в банковском секторе**

Год	Возможные направления гармонизации
2017—2021	План согласованного внедрения требований Базеля II и III для кредитных организаций стран ЕАЭС (план со сроками, последовательностью и объемами внедрения, учитывая особенности стран ЕАЭС и фактическую степень внедрения)
	Проведение странами ЕАЭС оценки степени готовности кредитных организаций к новым требованиям Базеля II и III, оценки их воздействия на банковский сектор, мониторинга
	Согласованные требования к деятельности кредитных организаций: — к порядку и условиям создания и лицензирования кредитных организаций;

3. Будущее финансовых рынков Евразии: ориентиры совместного развития и интеграции

Продолжение табл. 3.25

Год	Возможные направления гармонизации
	<ul style="list-style-type: none"> — к финансовой надежности кредитных организаций (пруденциальные нормативы, обязательные резервы и специальные провизии); — к системе управления рисками и внутреннего контроля в кредитных организациях; — к профессиональной квалификации и деловой репутации руководящих работников кредитных организаций
2022—2025	<p>Стандарты ЕАЭС в области раскрытия информации кредитными организациями.</p> <p>Согласованные требования к бухгалтерской (финансовой) отчетности кредитных организаций на основе МСФО и проведению аудита бухгалтерской (финансовой) отчетности в соответствии с МСА.</p> <p>Согласованные требования к порядку осуществления надзора за кредитными организациями:</p> <ul style="list-style-type: none"> — полномочия и порядок взаимодействия национальных регуляторов при надзоре за банками; — подходы к консолидированному надзору; — порядок проведения регулятивных оценок достаточности капитала, систем управления рисками, стресс-тестирования; — перечень правонарушений и санкций и др. <p>Соглашение о порядке упрощенного «взаимного признания» государствами — членами ЕАЭС кредитных организаций на основе минимального набора гармонизированных требований:</p> <ul style="list-style-type: none"> — требования к структуре капитала, пруденциальные нормативы (в том числе отдельные требования Базеля II и III); — требования к планам восстановления финансовой устойчивости и действиям в чрезвычайных ситуациях; — порядок действия систем страхования вкладов в отношении банков, получивших взаимное признание (возможно установление более высокого уровня страховых взносов, перечня лиц и вкладов, исключаемых из системы страхования, и др.). <p>Согласованные требования к процедурам реорганизации и ликвидации, процедурам финансового оздоровления и банкротства кредитных организаций:</p> <ul style="list-style-type: none"> — основания и порядок признания кредитных организаций несостоятельными (банкротами); — виды, порядок и условия осуществления мер по финансовому оздоровлению и банкротству кредитных организаций, мер по предупреждению банкротства; — порядок разработки планов финансового оздоровления кредитной организации; — порядок регламентирования прав кредиторов, очередности удовлетворения требований; — ответственность должностных лиц кредитных организаций и др. <p>Согласованные требования к деятельности финансовых холдингов и групп в банковском секторе в части:</p> <ul style="list-style-type: none"> — стандартов ЕАЭС по раскрытию информации финансовыми холдингами и группами; — требований к финансовой надежности финансовых холдингов и групп; — требований к системе управления рисками и внутреннего контроля для финансовых холдингов и групп;

Год	Возможные направления гармонизации
	<p data-bbox="278 269 1141 323">— порядка осуществления консолидированного надзора за финансовыми холдингами и группами</p> <p data-bbox="278 342 1141 424">Согласованные требования к процедурам реорганизации и ликвидации, процедурам финансового оздоровления и банкротства финансовых холдингов и групп, в том числе трансграничных.</p> <p data-bbox="278 433 1141 487">Согласованные требования к регулированию деятельности системно значимых кредитных организаций:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li data-bbox="278 496 1141 524">— критерии отнесения к системно значимым кредитным организациям; <li data-bbox="278 533 1141 560">— требования к финансовой надежности системно значимых кредитных организаций; <li data-bbox="278 569 1141 596">— требования к раскрытию информации системно значимых кредитных организаций; <li data-bbox="278 606 1141 651">— требования к порядку надзора за деятельностью системно значимых кредитных организаций; <li data-bbox="278 660 1141 715">— порядок реорганизации и ликвидации, процедур финансового оздоровления и банкротства системно значимых кредитных организаций <p data-bbox="278 733 1141 806">Стандарты ЕАЭС (кодекс поведения) для прочих небанковских финансовых посредников (кредитных союзов, микрофинансовых организаций, ломбардов и др.), носящие добровольный характер</p>
После 2025 г.	Порядок полного «взаимного признания» кредитных организаций («единый паспорт» для кредитных организаций)

Развитие рыночной конкурентной среды

Перспективы *повышения уровня конкуренции* среди банков стран ЕАЭС тесно связаны со следующим:

1) постепенное *снижение уровня концентрации* в банковском секторе, возможный целевой ориентир к 2025 г. — около 40—45% по показателю «Активы 5 крупнейших банков/активы банковской сектора, %» (см. пп. 3.1.3, табл. 3.13); оптимизация доли государства в банковском секторе;

2) более *сбалансированное развитие банковского и небанковского секторов* — рост доли активов небанковских финансовых институтов в общих активах финансового сектора, особенно в Армении, Беларуси и России (см. пп. 3.1.3, табл. 3.10); минимизация регулятивного арбитража между банковскими и небанковскими участниками, продуктами и услугами;

3) стимулирование развития *прочих небанковских финансовых посредников* (микрофинансовых организаций, кредитных союзов, ломбардов и др.), что позволит повысить доступность финансовых услуг в ЕАЭС. Для них важны — рост финансовой устойчивости, прозрачности, саморегулирования, развитие механизмов защиты потребителей, надзора со стороны регуляторов. Одно из направлений гармонизаций — разработка добровольных стандартов (кодекса поведения) ЕАЭС для небанковских финансовых посредников (табл. 3.25).

Формирование конкурентной среды в банковском секторе будет все больше определяться финансовой интеграцией. До 2025 г. возможен взаимный доступ банков на рынки ЕАЭС через упрощенное «взаимное признание» на основе минимального набора требований. После 2025 г. — переход к полноценному «единому паспорту» для банков (табл. 3.25, см. пп. 3.4.3).

Повышение финансовой устойчивости и ликвидности банковского сектора

Неоднородный уровень развития и деформации в банковских секторах стран ЕАЭС, разный уровень готовности к росту требований к капиталу (см. п. 1.8) предопределяют поэтапное повышение требований к устойчивости банков и более медленное, в сравнении с развитым миром, внедрение международных стандартов.

Базовые тренды в этой области:

- рост капитала банков, с учетом рисков и требований к его качеству;
- гармонизация требований к капиталу, сближение / выравнивание в странах ЕАЭС (табл. 3.25);
- снижение просроченных долгов в банковских активах — целевые ориентиры к 2025 г. — не более 5% (см. пп. 3.1.3, табл. 3.13), в том числе через механизмы и институты управления проблемными активами банковского сектора¹;
- развитие систем управления рисками и внутреннего контроля, стресс-тестирования в банках;
- развитие механизмов рефинансирования и поддержания ликвидности банков².

Один из ключевых вопросов для процессов интеграции банковского сектора ЕАЭС — переход всех стран ЕАЭС на стандарты Базеля II и III (табл. 3.25).

Важно, чтобы такой переход осуществлялся с учетом уровня развития банковского сектора страны, с учетом его готовности к росту регулятивной нагрузки. Для обеспечения равных конкурентных условий и предотвращения регулятивного арбитража между банками стран ЕАЭС целесообразны:

- согласованное внедрение в ЕАЭС стандартов Базеля II и III;
- опережающее внедрение для системно значимых банков;
- оценка готовности банков и воздействия перехода на банковский сектор; мониторинг перехода (табл. 3.25).

¹ Указано в Решении Высшего Евразийского экономического совета от 8 мая 2015 г. № 11 «Об основных ориентирах макроэкономической политики государств-членов Евразийского экономического союза на 2015—2016 гг.». Могут включать: реструктуризацию долгов, механизмы передачи проблемных активов (продажа, секьюритизация, передача в специальные институты (управляющие компании), в том числе созданные с участием государства) и др.

² Повышение устойчивости базы рефинансирования и эффективности управления ликвидностью в банковском секторе за счет диверсификации инструментов рефинансирования (по валютам, срокам, источникам, обеспечению), своевременного участия регулятора в предоставлении дополнительной ликвидности, стимулирования развития рынка межбанковского кредитования; развитие правового регулирования механизмов рефинансирования (перечень инструментов, видов обеспечения, сроки и условия, порядок предоставления) и повышение их информационной прозрачности.

Повышение транспарентности банковского сектора

Финансовая интеграция в ЕАЭС предполагает в этой области:

- сокращение информационных издержек; обеспечение их сопоставимости по величине с финансовыми институтами развитых стран; оптимизацию отчетности и процедур раскрытия информации банками;
- интеграцию систем раскрытия информации в ИИСФР ЕАЭС (см. пп. 3.4.2);
- разработку стандартов ЕАЭС в области раскрытия информации кредитными организациями (в том числе банковскими холдингами и их аффилированными лицами, банковскими группами);
- гармонизацию требований к бухгалтерской (финансовой) отчетности и аудиту банков в соответствии с МСФО и МСА (табл. 3.25).

3.7.3. Повышение качества регулирования и надзора в банках

Повышение организационной эффективности деятельности регуляторов

Ключевое направление — сближение / выравнивание операционной способности и систем раскрытия информации регуляторов стран ЕАЭС; ликвидация дефицитов операционной способности (выделение кадровых, технических, технологических, финансовых ресурсов, отвечающих возложенным функциям и полномочиям).

В этих целях — аудит операционной способности регуляторов стран ЕАЭС (на соответствие международным стандартам регулирования).

Создание централизованных систем раскрытия информации, находящихся в общем пользовании регуляторов стран ЕАЭС (на основе ИИСФР ЕАЭС — см. пп. 3.4.2). Обеспечение полностью электронного документооборота во взаимодействии с рынком.

Развитие надзорного процесса

В будущем важно обеспечить развитие дифференцированных подходов к надзору, чтобы интенсивность и «жесткость» надзора зависели от уровня и объемов принимаемых банками рисков, размера и системной значимости банков, прозрачности и сложности бизнеса.

Развитие банковского надзора в странах ЕАЭС будет связано с совершенствованием:

- банковского законодательства (по основополагающим принципам эффективного банковского надзора Базельского комитета по банковскому надзору (Core Principles for Effective Banking Supervision, BCBS));
- регулирования системно значимых банков согласно рекомендациям Совета по финансовой стабильности (постепенное и поэтапное внедрение);
- консолидированного надзора за банковскими холдингами и группами; раннего реагирования регуляторов в отношении проблемных банков;
- системы надзора за трансграничными операциями и структурами банков, в том числе механизмов взаимодействия и обмена информацией между национальными регуляторами стран ЕАЭС и третьими странами;

3. Будущее финансовых рынков Евразии: ориентиры совместного развития и интеграции

— дифференцированных подходов к надзору (интенсивность и «жесткость» надзора, зависящие от принимаемых банками рисков, размера и системной значимости банков, прозрачности и сложности бизнеса).

В основе этого процесса — гармонизация порядка банковского надзора в странах ЕАЭС (по всем его ключевым параметрам — табл. 3.25)¹.

Совершенствование механизмов финансового оздоровления и банкротства банков

Ожидания в этой области:

- развитие правового регулирования²;
- усиление механизмов предупреждения банкротства и поддержки банков за счет средств акционеров и частных инвесторов;
- активация механизмов, обеспечивающих быструю ликвидацию банка-банкрота и передачу его активов и обязательств в финансово устойчивые банки/специализированной организации, несущие минимальные издержки для государства и убытки для вкладчиков и кредиторов банка;
- гармонизация в ЕАЭС требований к процедурам финансового оздоровления и банкротства банков (возможные последовательность и направления — табл. 3.25).

3.7.4. Инфраструктура банковского сектора

Развитие систем страхования вкладов стран ЕАЭС как элемент финансовой интеграции включает:

- повышение уровня защиты прав вкладчиков — в части увеличения суммы страхового возмещения (в странах ЕАЭС с наиболее низкими суммами страховых выплат — в Армении и Кыргызстане; в перспективе по мере гармонизации законодательства — ограничение предельной суммы возмещения в Беларуси); учета принимаемых банками рисков при расчете страховых взносов; обеспечения максимально быстрых и прозрачных процедур выплаты страхового возмещения, расширения сферы действия системы страхования вкладов (ее распространения на вклады индивидуальных предпринимателей, если они не покрываются); полного внедрения международных стандартов³;
- гармонизацию систем страхования вкладов;
- совершенствование «рядом стоящих» механизмов защиты прав вкладчиков и кредиторов, не участвующих в системе страхования вкладов.

Гармонизация систем страхования вкладов в ЕАЭС⁴ будет неизбежно сопряжена со сложностями согласования сумм страхового возмещения, размеров страховых взносов банков, механизма работы «единого паспорта» для систем

¹ Подробнее см. раздел 6.1.4 Отчета по 4-му этапу.

² В части определения критериев и процедур проведения финансового оздоровления или ликвидации, ответственного уполномоченного органа, его функций и полномочий, трансграничных аспектов процедур финансового оздоровления и банкротства, мер ответственности в части должностных лиц банков и др.

³ IADI Core Principles for Effective Deposit Insurance Systems. November 2014.

⁴ Предусмотрено пп.13 п.22 Протокола по финансовым услугам.

3.7. Возможности банковского сектора

страхования вкладов (после 2025 г.). Возможная последовательность гармонизации инфраструктуры в банковском секторе — табл. 3.26.

В развитии *бюро кредитных историй* в странах ЕАЭС особое внимание предстоит уделить гармонизации их правового регулирования, в том числе в части формирования базы и форматов отчетности банков. Гармонизация законодательства также будет связана с созданием правовых и технологических условий для обмена информацией о кредитных историях между странами ЕАЭС, а также обеспечения трансграничного доступа к ним (табл. 3.26).

Таблица 3.26. **Возможные последовательность и направления гармонизации регулирования инфраструктуры банковского сектора**

Год	Возможные направления гармонизации
2017—2021	Соглашение о взаимодействии между странами ЕАЭС по обмену сведениями, входящими в состав кредитных историй
	Согласованные требования к деятельности бюро кредитных историй в части: <ul style="list-style-type: none"> — требований к бюро кредитных историй; — структуры информации, входящей в состав кредитных историй; — требований к источникам формирования кредитных историй (в части кредитных организаций); — субъектов и пользователей кредитных историй; — порядка предоставления информации о кредитных историях и предоставления кредитных отчетов
	— требований к техническим средствам криптографической защиты информации и защите персональных данных и др.
2022—2025	Согласованные требования к деятельности бюро кредитных историй в части порядка трансграничного доступа к информации бюро кредитных историй, в том числе в рамках ИИСФР ЕАЭС
	Согласованные требования к деятельности бюро кредитных историй в части ответственности за правонарушения
	Согласованные требования к системе страхования вкладов ¹

¹ Возможные направления: а) суммы минимального уровня страхового возмещения; случаи повышения установленных сумм возмещения; б) порядок расчета суммы возмещения (с учетом процентов, причитающихся по депозитам); определение перечня лиц — получателей возмещения (физические лица, индивидуальные предприниматели); вклады и (или) лица, чьи средства не подлежат участию в системе; в) включение в национальную систему вкладов в филиалах банков — резидентов одной страны, действующих в других странах ЕАЭС на условиях взаимного признания; порядок выплаты возмещения по вкладам в филиалах банков — резидентов одной страны ЕАЭС, открытых в других странах ЕАЭС, в том числе порядок взаимодействия регуляторов и уполномоченных организаций (после введения «единого паспорта» для кредитных организаций); г) требования к системе страхования вкладов для банков третьих стран; д) условия и сроки возмещения; е) условия по страховым взносам — виды взносов, минимальные размеры, порядок расчета и уплаты, в том числе в зависимости от принимаемых банком рисков; целевой уровень совокупного объема страховых взносов (по отношению к объему застрахованных вкладов); ж) требования к порядку инвестирования средств страховых взносов, их использования для процедур финансового оздоровления банков; з) требования к раскрытию банками информации о страховании вкладов.

3.8. Развитие рынка ценных бумаг

Опыт развития стран, прошедших «финансовую модернизацию, тесно связан с ускоренным развитием РЦБ. В условиях финансового развития и интеграции стран ЕАЭС ключевые задачи на РЦБ должны быть ориентированы на:

1) усиление роли РЦБ в долгосрочном финансировании экономики, повышение внутреннего спроса на финансовые инструменты и услуги.

Необходим многократный рост числа эмитентов ценных бумаг, допущенных к торгам на бирже, значимый рост доли акций в свободном обращении («free float»), снижение концентрации объемов торгов на крупнейших эмитентах, их диверсификация за счет компаний малой и средней капитализации (см. целевые ориентиры в пп. 3.1.3, табл. 3.14). Важно активно стимулировать и поощрять инвестиции населения на фондовом рынке, создавать новые классы инвесторов (например, инвестиционные, корпоративные и пенсионные планы), в том числе за счет повышения уровня доверия к финансовому рынку на основе обеспечения его прозрачности, развития инструментов защиты прав инвесторов, налогового стимулирования вложений на РЦБ;

2) рост конкурентоспособности РЦБ стран ЕАЭС.

Перспективы рынков ЕАЭС связаны с диверсификацией доступных финансовых инструментов, устранением пробелов в их регулировании, созданием возможностей для секьюритизации широкого круга активов, повышением качества финансовых услуг, ростом устойчивости финансовых институтов. Особое внимание необходимо уделить развитию инфраструктурных институтов (регулирование, нацеленное на развитие, рост финансовой устойчивости, внедрение современных технологий и правовых решений, соответствующих международной практике).

Должен быть обеспечен качественный рост капитализации РЦБ стран ЕАЭС (на основе фундаментальных вместо спекулятивных факторов) — достижение к 2025 г. ориентиров 15—20% ВВП для Армении, Беларуси и Кыргызстана, 50—70% ВВП — для Казахстана, 100% — для России (см. пп. 3.1.3, табл. 3.14). Необходимо восстановление объемов биржевой торговли в странах ЕАЭС, рост объемов выпусков облигаций до более значимых уровней (по отношению к ВВП) (см. пп. 3.1.3, табл. 3.14).

Высокую значимость также приобретут меры и усилия, направленные на снижение уровня системного риска, снижение волатильности фондовых рынков стран ЕАЭС, в том числе за счет инструментов гармонизации;

3) развитие международной интеграции биржевых рынков, в том числе в ЕАЭС, что позволит снизить стоимость финансирования для эмитентов ЕАЭС, минимизировать регулятивные и транзакционные издержки и риски для участников, повысить информационную прозрачность рынков.

3.8.1. Модель регулирования

Возможная последовательность гармонизации модели регулирования на рынке ценных бумаг (порядок надзора, в том числе переход на риск-ориентированный надзор; СРО; системно значимые финансовые институты; противодействие ин-

3.8. Развитие рынка ценных бумаг

сайдерству и манипулированию; порядок реорганизации, ликвидации, банкротства; регулирование финансовых холдингов и групп) — табл. 3.27.

Возможная последовательность гармонизации требований к инструментам — см. пп. 3.8.2; к институтам и инфраструктуре — пп. 3.8.3 и 3.8.4.

Таблица 3.27. **Возможные последовательность и направления гармонизации модели регулирования на рынке ценных бумаг**

Год	Возможные направления гармонизации
2017—2021	<p>Согласованная концепция и план внедрения гармонизированных подходов к риск-ориентированному надзору (с учетом фактически применяемых подходов в каждой стране ЕАЭС):</p> <ul style="list-style-type: none"> — для институтов рынка ценных бумаг (профессиональных участников рынка ценных бумаг и институтов коллективных инвестиций); — для инфраструктурных институтов
	<p>Согласованные требования к деятельности саморегулируемых организаций на рынке ценных бумаг в странах ЕАЭС.</p> <p>Согласованные требования к деятельности системно значимых инфраструктурных институтов (центральный контрагент; центральный депозитарий; иные инфраструктурные институты)</p>
2022—2025	<p>Согласованные требования к порядку осуществления надзора:</p> <ul style="list-style-type: none"> — за институтами рынка ценных бумаг (профессиональных участников рынка ценных бумаг и институтов коллективных инвестиций); — за инфраструктурными институтами. <p>Апробация гармонизированных подходов к риск-ориентированному надзору в странах ЕАЭС, оценка национальными регуляторами готовности институтов рынка ценных бумаг и инфраструктурных институтов</p>
	<p>Согласованные требования в области противодействия использованию инсайдерской информации и манипулированию</p>
	<p>Согласованные требования к процедурам реорганизации и ликвидации, процедурам финансового оздоровления и банкротства институтов рынка ценных бумаг и инфраструктурных институтов.</p> <p>Согласованные требования к деятельности финансовых холдингов и групп на рынке ценных бумаг в части:</p> <ul style="list-style-type: none"> — стандартов ЕАЭС по раскрытию информации финансовыми холдингами и группами; — требований к финансовой надежности финансовых холдингов и групп; — требований к системе управления рисками и внутреннего контроля в финансовых холдингах и группах; — порядка осуществления консолидированного надзора за финансовыми холдингами и группами
	<p>Согласованные требования к процедурам реорганизации и ликвидации, процедурам финансового оздоровления и банкротства финансовых холдингов и групп на рынке ценных бумаг, в том числе трансграничных.</p> <p>Согласованные требования к регулированию деятельности системно значимых институтов рынка ценных бумаг:</p>

Год	Возможные направления гармонизации
	<ul style="list-style-type: none"> — критерии отнесения к системно значимым институтам рынка ценных бумаг; — требования к финансовой надежности; — требования к раскрытию информации; — требования к порядку надзора; — порядок реорганизации и ликвидации, процедур финансового оздоровления и банкротства; — мониторинг рисков, урегулирование конфликтов интересов, действия в чрезвычайных ситуациях. <p>Согласованные требования к порядку осуществления пруденциального (риск-ориентированного) надзора за институтами рынка ценных бумаг и инфраструктурными институтами¹</p>

¹ Предполагается, что согласованные требования будут включать: минимальные требования к пруденциальным нормативам (перечень нормативов, порядок их расчета, количественные значения нормативов); подходы к учету рисков и их виды (кредитный, риск ликвидности, операционный, рыночный риск, системный риск); требования к системам мониторинга, оценки и управления рисками; порядок признания регулятором подходов (моделей) к оценке рисков; требования к квалификации и деловой репутации руководящих работников участников РЦБ, связанные с выполнением пруденциальных требований; требования к учету и отчетности участников, предоставляющей необходимую информацию для риск-ориентированного надзора; порядок надзора за деятельностью участников — перечень функций и полномочий национального регулятора, порядок и условия применения мер воздействия; порядок взаимодействия национальных регуляторов стран ЕАЭС при осуществлении надзора; виды нарушений на рынке ценных бумаг, порядок использования, условия и размеры административных санкций за нарушения на рынке ценных бумаг (в перспективе — после 2025 г.).

Повышение эффективности государственного регулирования РЦБ

Один из важных инструментов гармонизации в рамках ЕАЭС — выполнение всеми странами ЕАЭС основополагающих принципов регулирования на рынке ценных бумаг ИОСКО (IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation), вступление в ИОСКО в качестве полноправных членом¹.

В условиях перехода к модели мегарегулирования на финансовых рынках ЕАЭС (см. пп. 1.7.5) можно полагать, что для РЦБ будут актуальны те же идеи повышения эффективности регулятора, что и для банковского сектора (см. пп. 3.7.3).

¹ По состоянию на декабрь 2015 г. только Россия являлась полноправным членом ИОСКО. Предполагается, что в будущем Армения, Казахстан и Кыргызстан, являющиеся членами ИОСКО, также присоединятся к многостороннему Меморандуму о взаимопонимании ИОСКО (ММОУ), а Беларусь начнет процесс получения членства в ИОСКО. ММОУ (Memorandum of Mutual Understanding) определяет глобальные рамочные требования для кооперации и взаимодействия регуляторов при осуществлении регулирования и надзора на РЦБ. До присоединения к ММОУ страны должны продемонстрировать способность содействовать другим регуляторам в расследованиях, получать и раскрывать требуемую информацию зарубежным регуляторам. Возможность присоединения к ММОУ оценивается группой экспертов ИОСКО. В случае несоответствия требованиям ММОУ страны должны принять необходимые изменения в законодательстве и подать повторную заявку. Страны, чьи заявки на присоединение к ММОУ не были одобрены, но которые официально заявили о желании присоединиться к ММОУ, включаются в список стран в Приложении В к ММОУ. Предполагается, что все члены ИОСКО должны присоединиться к ММОУ. Армения и Казахстан входят в список Приложения В, заявка Кыргызстана — находится на рассмотрении в ИОСКО (<http://www.iosco.org>).

Важным этапом станет аудит или сопоставление операционных способностей регуляторов, и на этой основе постепенное движение к выравниванию моделей регулирования РЦБ в странах ЕАЭС — гармонизация требований к роли, функциям и полномочиям регуляторов.

Особенности развития регулирования, отражающие специфику РЦБ, будут связаны:

— с развитием национальных систем раскрытия информации на РЦБ — важно учитывать лучшую международную практику (например, система Edgar в США¹), перспективы ИИСФР в рамках ЕАЭС (см. пп. 3.4.2);

— с повышением эффективности, упрощением взаимодействия с регулятором для участников рынков ценных бумаг, как правило, имеющих меньшие размеры и операционные ресурсы, чем банки (меньшая административная и информационная нагрузка, чем в банках, в том числе по отчетности, 100%-ный электронный документооборот);

— перенос с еще большим замедлением, чем в банках, международных стандартов, связанных с глобальной реформой финансового регулирования (G-20 и Совет по финансовой стабильности) (незрелые, высоко волатильные развивающиеся рынки, располагающие минимумом ресурсов, их выдерживают с трудом).

Развитие системы риск-ориентированного надзора

Одна из приоритетных задач на РЦБ ЕАЭС — совершенствование риск-ориентированного надзора. Страны ЕАЭС ориентируются на применение на РЦБ подходов, используемых в банковском надзоре.

Практика ЕС показывает, что переход на полноценный пруденциальный надзор на РЦБ способствует более эффективному учету рисков участников, выравниванию регулирования банков и небанковских институтов, повышению уровня конкуренции (см. пп. 2.1.2).

Вместе с тем пока рынки стран ЕАЭС относятся к группе формирующихся рынков, важно обеспечить более осторожный и сбалансированный подход к переходу к новым пруденциальным требованиям. Целесообразно сохранение более «мягкого» регулирования для небанковских институтов РЦБ. Данные виды участников не имеют доступа к ликвидности центрального банка, не являются центром платежной системы и концентрации средств населения, но нуждаются в большей гибкости для финансирования быстрорастущих сегментов экономики, инноваций и высокотехнологичного бизнеса.

Важно, чтобы уровень «жесткости» регулирования был адаптирован к уровню развития РЦБ, дифференцирован по видам и размерам деятельности участника, принимаемым рискам. Исходя из опыта ЕС (см. пп. 2.1.2.3), целесообразна дифференциация минимальных требований к капиталу и порядка расчета пруденциальных нормативов участников РЦБ в зависимости от объемов активов, наличия права распоряжения средствами и ценными бумагами клиентов,

¹ БД SEC (регулятор РЦБ), обеспечивающая свободный доступ к информации публичных компаний (финансовая отчетность, учредительные документы, проспекты ценных бумаг, периодические отчеты и др.).

членства в СРО, права ведения счетов номинального держания и других факторов, учитывающих масштабы деятельности и риски участника. Например, возможны более «мягкие» нормативы (более низкий размер собственных средств, а также упрощенные нормативы достаточности капитала) для участников, не распоряжающихся клиентскими средствами и ценными бумагами. Важно, чтобы требования к капиталу были достаточными не только для поглощения рисков, но и для покрытия расходов на вход на рынок, инвестиций в инфраструктуру и персонал.

Разумно ожидать перехода на полноценную систему риск-ориентированного надзора на РЦБ, с постепенным повышением регулятивной нагрузки, с координацией действий в рамках ЕАЭС, на основе всесторонних обсуждений с участниками рынка. Один из вопросов — выбор модели пруденциального надзора — ориентированной на Базель (практика ЕС) или на расчет «чистого собственного капитала» (США и Япония) (см. подробнее о применяемых в ЕАЭС подходах — пп. 1.7.5).

Стартовая точка — разработка странами ЕАЭС согласованной концепции риск-ориентированного надзора для участников РЦБ, которая бы учитывала практику ЕАЭС и лучший международный опыт, решала бы ключевые вопросы (субъекты надзора, требования к пруденциальным нормативам, порядок их расчета, методы оценки и учета рисков, оценка готовности участников РЦБ, сроки апробации и внедрения). Такой подход сразу бы обеспечил гармонизацию надзора на РЦБ в странах ЕАЭС (возможная последовательность — табл. 3.27).

Другие актуальные вопросы в регулировании и надзоре (табл. 3.27):

- развитие систем мониторинга, оценки и коррекции рисков участников РЦБ, предполагающих дифференциацию требований в зависимости от видов, размеров и специфики деятельности участника, учет максимально широкого перечня рисков (кредитный, риск ликвидности, операционный, рыночный риск, системный риск и др.);

- настройка и гармонизация на уровне ЕАЭС дифференцированных подходов к санкциям (в зависимости от тяжести административного правонарушения на РЦБ, полученной «прибыли» или причиненного ущерба);

- учет особенностей банкротства и финансового оздоровления небанковских участников РЦБ, в том числе инфраструктурных институтов;

- обеспечение перехода на МСФО и МСА для всех участников РЦБ, в том числе за счет гармонизации требований к ним (эмитенты, ценные бумаги которых допущены к торгам, профессиональные участники, управляющие компании, инвестиционные фонды, инфраструктурные институты);

- развитие консолидированного надзора на рынке ценных бумаг.

Противодействие недобросовестной деятельности на РЦБ

В области предотвращения использования инсайдерской информации и манипулирования на РЦБ:

- расширение ресурсной базы, операционной способности и полномочий национальных регуляторов ЕАЭС для мониторинга и надзора в этой сфере. В зависимости от уровня развития и особенностей РЦБ страны ЕАЭС может быть рассмотрена возможность создания при национальном регуляторе специального

института независимых расследований / неаффилированной рабочей группы для выявления фактов недобросовестной деятельности финансовых посредников и инвесторов;

— развитие правового регулирования — в части прозрачности понятийного поля по инсайдерской информации и манипулированию на РЦБ¹; определения полномочий и процедур действий регуляторов, порядка взаимодействия между регуляторами и другими органами; уточнения и гармонизации перечня правонарушений, видов, размеров и критериев санкций (возможная последовательность гармонизации — табл. 3.27).

Расширение «периметра» регулирования на РЦБ

Можно ожидать, что в странах ЕАЭС будет реализована одна из ключевых тенденций международного регулирования финансовых рынков — расширение «периметра» финансового регулирования, включение в него новых видов деятельности и операций, финансовых институтов и инструментов.

С учетом того, что РЦБ в странах ЕАЭС «пляшут» по уровню развития, часть из них является «рынками на фронтире», регулятивная нагрузка, предусмотренная для развитых стран, должна переноситься на рынки ЕАЭС с замедлением.

Ожидаемые тренды в расширении «периметра» регулирования для ЕАЭС:

— концентрация на системно значимых участниках РЦБ, в том числе на инфраструктурных институтах (табл. 3.27);

— включение в сферу регулирования внебиржевых финансовых рынков, нелицензируемых ранее институтов (участники FOREX и др.)²;

— развитие рейтинговых агентств, в том числе национальных рейтинговых агентств (аккредитация / регистрация, информационная прозрачность³, отказ от преференций по отношению к международным рейтинговым агентствам); гармонизация требований к рейтинговым агентствам в ЕАЭС⁴; перспективы создания наднационального рейтингового агентства ЕАЭС⁵ (возможная последовательность гармонизации — табл. 3.29).

¹ Установление открытого перечня действий, относящихся к манипулированию, кейсов по результатам расследований, представление известных международных практик («преступление, расследование, наказание»).

² В России введено понятие деятельности форекс-дилера (исключительная профессиональная деятельность, для осуществления которой обязательно вступление в СРО) (Федеральный закон от 28 декабря 2013 г. № 420-ФЗ); в Казахстане также предполагается лицензирование данной деятельности (разд. 4.1 Концепции 2030 РК). Кроме лицензирования, могут предъявляться требования к финансовой устойчивости, прозрачности, программно-техническому обеспечению, защите прав клиентов и др.

³ Введение требований к раскрытию информации о рейтинговых агентствах (собственность, корпоративное управление, конфликты интересов) и их деятельности (методики рейтинга, история рейтингов, периодичность их изменения и др.); включение информации о рейтинговых агентствах в периметр ИИСФР ЕАЭС.

⁴ Гармонизация требований к порядку регистрации/аккредитации рейтингового агентства национальным регулятором, требований к организационной структуре, квалификационным требованиям, порядку урегулирования конфликтов интересов, к качеству рейтингов, раскрытию информации, порядку полного «взаимного признания» рейтинговых агентств стран ЕАЭС («единый паспорт» — после 2025 г.).

⁵ Финансовая политика в рамках евразийской интеграции / под ред. Б. В. Хулхачиева. С. 86.

Развитие саморегулирования

Повышение роли саморегулирования на РЦБ позволит снизить регулятивную нагрузку со стороны государства и расширить роль участников рынка, повысить гибкость системы регулирования, информационную прозрачность рынка, выйти на более высокий уровень защиты прав инвесторов.

Перспективы развития СРО связаны, с одной стороны, с расширением их функций (разработка стандартов, кодексов, правил в областях, не доступных регулятору, создание компенсационных фондов), а с другой — с одновременным усилением требований к самим СРО (в части операционной способности, как регулятора, урегулирования конфликтов интересов, раскрытия информации, взаимодействия с участниками на основе минимальных издержек).

В России с 2016 г. такие изменения в роли СРО происходят (см. пп. 1.7.5). С точки зрения гармонизации важно, чтобы развитие национальных СРО во всех странах ЕАЭС происходило по однородным сценариям (с учетом специфики рынков, их меньших объемов и численности участников — табл. 3.27).

3.8.2. Инструментальная структура рынка ценных бумаг

3.8.2.1. Гармонизация регулирования ценных бумаг и ПФИ

Взаимное признание выпусков ценных бумаг и других финансовых инструментов (сделки репо, фьючерсы, опционы, форварды, свопы) в странах ЕАЭС¹, целесообразно осуществлять по следующим направлениям:

1) гармонизация видов ценных бумаг и ПФИ²:

— разработка единой классификации ценных бумаг и ПФИ с учетом особенностей национальных законодательств и международных подходов;

— заполнение пробелов в законодательстве стран ЕАЭС в отношении отдельных видов ценных бумаг (депозитарные расписки, облигации на предъявителя, биржевые облигации, ипотечные облигации³, паи⁴, неэмиссионные ипотечные ценные бумаги) и ПФИ;

2) принятие гармонизированных требований к размещению эмиссионных ценных бумаг и их обращению (для больших размеров выпусков). Требования будут гармонизированы по направлениям:

— требования к объемам, срокам выпуска, порядку размещения;

— минимальные требования к эмиссионным документам: минимальный состав документов (отчеты об итогах выпуска, проспекты) и содержащиеся в них сведения (требования к языку, информации о ценных бумагах (условиях и параметрах выпуска), об эмитенте, его финансово-экономическом состоянии и хозяйственной деятельности и др.);

¹ Подпункт 14 п. 25 Протокола о финансовых услугах (Приложение 17 к Договору о ЕАЭС).

² Ограниченная гармонизация может быть предусмотрена для государственных, муниципальных и ценных бумаг центральных банков.

³ В Кыргызстане нормативно не предусмотрены.

⁴ Институт паевых и акционерных инвестиционных фондов в Беларуси не создан.

— гармонизированные требования к способу раскрытия информации (периодичность и сроки раскрытия, способ публичного сообщения, субъекты, которым направляется информация и др.), требования к содержанию раскрываемой информации (формы раскрытия, язык, содержание периодических отчетов, состав событий, при возникновении которых раскрывается информация в форме сообщений о существенных фактах и др.);

3) включение в периметр регулирования внебиржевых ПФИ, обращающихся в странах ЕАЭС; разработка и принятие стандартов выпуска и обращения (требования к юридической форме, структуре, участникам, обращению, хранению, клирингу и расчетам, иным параметрам) для ПФИ (фьючерсы, опционы, форварды, свопы) и сделок репо;

4) создание упрощенного режима трансграничных размещений, а также допуска к обращению ценных бумаг на территории стран ЕАЭС на основании режима «взаимного признания»¹ для биржевых финансовых инструментов (акции, облигации, паи и акции инвестиционных фондов, депозитарные расписки на указанные инструменты).

В начальном этапе реализации режима «взаимного признания» иностранному эмитенту (из другой страны ЕАЭС) может быть предоставлен упрощенный порядок допуска к обращению без государственной регистрации проспекта и отчета об итогах выпуска, если выпуски ценных бумаг эмитента включены в котировальные списки в стране происхождения. Впоследствии порядок может быть распространен на допуск к размещению, число требований минимизировано.

По мере гармонизации законодательства и разработки единых требований к процедурам эмиссии будет обеспечена возможность размещения и обращения ценных бумаг любых эмитентов стран ЕАЭС на всей территории Союза при условии регистрации эмиссии (выпуска) ценных бумаг регулирующим органам государства регистрации эмитента²;

5) гармонизация требований к размещению и обращению ценных бумаг эмитентов третьих стран, в первую очередь международных финансовых организаций, во всех странах ЕАЭС.

Гармонизацию рекомендуется проводить в следующей последовательности — табл. 3.28.

¹ В понимании взаимного признания («Recognition») IOSCO — см. IOSCO Task Force on Cross-Border Regulation Final Report. FR23/2015. The Board of the IOSCO. September 2015.

² Подпункт 14 п. 25 Протокола о финансовых услугах (Приложение 17 к Договору о ЕАЭС).

3. Будущее финансовых рынков Евразии: ориентиры совместного развития и интеграции

Таблица 3.28. **Возможные последовательность и направления гармонизации инструментальной структуры рынка ценных бумаг**

Год	Возможные направления гармонизации
2017—2019	Гармонизированная классификация ценных бумаг и ПФИ: — разработка единой классификации; — заполнение пробелов в видах ценных бумаг и ПФИ в законодательстве стран; — взаимное признание выпусков ценных бумаг и ПФИ
2020—2025	Согласованные требования к процедурам эмиссии ценных бумаг эмитентов третьих стран
	Гармонизированные требования к порядку осуществления преимущественного права
	Единая позиция в отношении ограничения размещения ценных бумаг в третьих странах
	Гармонизированные меры ответственности, применяемые национальными регуляторами, в случае нарушения эмитентом порядка размещения и обращения ценных бумаг
	Согласованные требования к исламским ценным бумагам

3.8.2.2. Создание стимулов для развития первичного и вторичного рынка эмиссионных ценных бумаг

Создание общего рынка будет дополнено следующими мерами, направленными на развитие:

1) упрощение процедур листинга¹, поддержка листинга внутри страны в противовес размещению на зарубежных площадках (за счет привлечения инвесторов на национальные рынки, создания более удобных листинговых процедур, но в меньшей степени за счет введения административных ограничений на размещение за рубежом²);

2) согласование единой позиции в отношении ограничения размещения ценных бумаг в третьих странах (размещение на биржах внутри ЕАЭС должно рассматриваться как размещение на национальном рынке), а также разработка гармонизированных мер национальных регуляторов в случае нарушения эмитентом порядка размещения и обращения ценных бумаг (приостановка обращения, признание размещения ценных бумаг недействительным и др.);

3) выравнивание существующих налоговых льгот для инвесторов (налоги на доходы от держания (проценты и дивиденды) и прироста курсовой стоимости) по принципу распространения максимально выгодных для инвестора условий на другие страны ЕАЭС;

¹ Либерализация листинговых требований и процедур допуска предусматривается в стратегических документах Казахстана (Разд. 4.1, Задача 3, п. 7, Концепция 2030 РК).

² В стратегических документах Казахстана упор сделан на административные ограничения, стимулирующие листинг на национальном рынке (обязательное включение в листинг ценных бумаг организаций, претендующих на получение государственных субсидий; повышение объема ценных бумаг, которые необходимо разместить на внутреннем рынке, прежде чем привлекать средства на зарубежных; введение дополнительных налоговых сборов для эмитентов-резидентов, планирующих выпуск и размещение ценных бумаг на зарубежных рынках и т.п. (разд. 4.1, Задача 4, п. 4, Концепция 2030 РК).

4) введение льгот для эмитентов (сопоставимые условия в странах ЕАЭС: возмещение затрат на аудит¹, налоговые льготы для эмитентов², впервые проводящих IPO на национальных биржах, либо иное возмещение расходов на проведение организованного предложения ценных бумаг и т.д.);

5) политика приватизации преимущественно через организаторов торгов, в том числе через «народные IPO»³;

6) гармонизация сроков осуществления преимущественного права в странах ЕАЭС, введение гибких условий для этого по разным категориям акционеров (в зависимости от типа общества, наличия листинга⁴).

3.8.2.3. Прочие направления развития, нацеленные на рост глубины и насыщенности РЦБ

1. Развитие новых финансовых инструментов, в том числе с помощью стимулирующих налоговых льгот⁵ (новых для отдельных стран ЕАЭС и новых для всего пространства ЕАЭС).

2. Создание налоговых стимулов и иное содействие выпуску ценных бумаг эмитентов третьих стран в национальной валюте (облигации международных организаций, осуществляющих инвестиционную деятельность на территории стран ЕАЭС⁶).

3. Развитие рынка секьюритизации (ипотечных кредитов и других видов активов: потребительских и автокредитов, лизинговых платежей, иных активов), ликвидация законодательных барьеров⁷.

4. Стимулирование развития организованного рынка ПФИ⁸, в том числе товарных, диверсификация их видов в зависимости от особенностей конкретной страны.

5. Развитие внутреннего рынка государственных заимствований, прежде всего в форме ценных бумаг.

6. Создание нормативных условий для развития исламских ценных бумаг в странах ЕАЭС (Россия, Казахстан, Кыргызстан).

¹ Действующая практика Казахстана.

² Предложения стратегии в Казахстане (разд. 4.1, Задача 4, п. 4, Концепция 2030 РК).

³ Указано в стратегических документах Беларуси, Казахстана, Кыргызстана (Гл. 3, Постановление № 482/10 РБ); (разд. 4.1, Концепция 2030 РК; разд. 4, п. 2.2, Концепция 30 РК); (разд. 9.6, Национальная стратегия КР).

⁴ В РФ сокращаются сроки преимущественного права и вводятся гибкие условия для разных категорий инвесторов (Федеральным законом от 30 декабря 2006 г. № 282-ФЗ сокращены сроки осуществления преимущественного права, Федеральный закон от 5 мая 2014 г. № 99-ФЗ предусмотрел введение публичных и непубличных акционерных обществ, Федеральный закон от 29 июня 2015 г. № 210-ФЗ установил различный порядок осуществления преимущественного права для публичных и непубличных обществ).

⁵ В частности, в Беларуси предусматривается временное введение налоговых льгот при внедрении новых инструментов на фондовый рынок (гл. 3, постановление № 482/10 РБ).

⁶ Armenian Capital Market. Development, New Regulatory Framework, Pension Reform. Central Bank of Armenia. Presentation. 7 February 2014. P. 8.

⁷ Создание возможностей для секьюритизации широкого круга активов предусмотрено в РФ (разд. III и IV, Стратегия финансового рынка 2020 РФ). Так, в РФ в 2015 г. была проведена первая секьюритизация неипотечных кредитов (автокредитов) по российскому праву.

⁸ Протокол о мерах, направленных на проведение согласованной валютной политики (Приложение 15 к Договору о ЕАЭС), п. 3, пп. 15.

3.8.3. Инфраструктура рынка (торговая, расчетно-клиринговая, учетная инфраструктура)¹

3.8.3.1. Формирование единого биржевого пространства ЕАЭС

Единое биржевое пространство ЕАЭС — один из ключевых проектов интеграции на финансовых рынках ЕАЭС (см. также пп. 2.1.6)², предполагающий:

— развитие на территории ЕАЭС сети организованных торговых площадок, ориентированных на привлечение эмитентов и участников РЦБ стран СНГ и Центральной Азии;

— создание интегрированной расчетно-клиринговой и учетной инфраструктуры в ЕАЭС, обеспечивающей быстрое и надежное совершение сделок для участников из любой страны ЕАЭС.

Перспективы единого биржевого пространства тесно связаны с выравниванием уровня развития и регулирования инфраструктуры рынка (в части роста финансовой устойчивости, минимизации рисков, гармонизации технологий). На базе этого проекта можно ожидать повышения доступности и качества финансовых инструментов и услуг, снижения транзакционных издержек, роста конкурентоспособности биржевых рынков и инфраструктурных институтов ЕАЭС.

Более быстрое *формирование единого биржевого пространства ЕАЭС* (до полного завершения процессов гармонизации законодательства стран ЕАЭС к 2025 г.) возможно в случае создания ряда *условий для упрощенного доступа* участников рынков и финансовых инструментов на биржи ЕАЭС, создания интегрированных сегментов финансовых рынков (возможная последовательность гармонизации — табл. 3.18):

1) в ближайшие годы может быть реализован *допуск брокеров-дилеров ЕАЭС* к торгам на биржах всех стран ЕАЭС (без национальной лицензии), в том числе для услуг клиентам — резидентам страны регистрации биржи; в среднесрочном периоде — *взаимное признание выпусков ценных бумаг* для допуска к торгам на биржах ЕАЭС, стандартизация требований к ПФИ (упрощенный порядок «взаимного признания» — см. пп. 3.4.3, 3.8.2.1);

2) кратко- и среднесрочный приоритет — гармонизация требований к торговле, расчетам и клирингу на биржах ЕАЭС через:

— «рыночные» усилия участников, направленные на интеграцию (например, открытие междепозитарных счетов центральными депозитариями ЕАЭС друг другу («каждый с каждым»); самооценку и выполнение требований Принципов для инфраструктурных организаций финансовых рынков (Principles of Financial Market Infrastructures, CPSS-IOSCO); возможная инициатива — создание наднациональной ассоциации (квази-СРО) бирж ЕАЭС³ и др.;

¹ Дополнительно см.: Лансков П. М. Основы интеграции рынков капитала в Евразийском экономическом союзе: международные стандарты и инфраструктурные проекты. М.: Магистр, 2016.

² Отчет ЕЭК 2012—2015 гг. Расширяя пространство возможностей 2012—2015. ЕЭК. 2015. С. 185.

³ Например, осуществляющей выработку единых стандартов и требований, функции саморегулирования и надзора в отношении бирж ЕАЭС. См. Отчет о НИР по 3-му этапу «Формирование единого биржевого пространства и централизация институтов учета и расчетов в рамках ЕЭП» (ООО «ИНФИ ПАРТАД»).

— устранение странами ЕАЭС «пробелов» в регулировании биржевой торговли, расчетов и клиринга, сближение правовых основ, обеспечивающих возможность взаимного признания лицензий и доступа к инфраструктуре; введение института ЦК и его регулирования (при его отсутствии в стране ЕАЭС — см. пп. 1.7.5); приведение нормативного поля в соответствие с Принципами для инфраструктурных организаций финансовых рынков¹;

— разработку согласованных требований к торговле, расчетам и клирингу на биржах ЕАЭС и их внедрение (заключение соглашения между странами ЕАЭС)²;

— институционализацию процессов гармонизации — например, через создание расчетно-депозитарного и торгового кластера ЕАЭС (единая технологическая платформа, переходники, обеспечивающие единство)³.

Важное условие евразийской биржевой интеграции — выравнивание между странами ЕАЭС требований к финансовой устойчивости организаторов торговли и системно значимых институтов (ЦД, ЦК), развитие систем управления рисками и внутреннего контроля в инфраструктурных институтах (текущие требования неоднородны — см. пп. 1.7.5);

3) создание иных правовых, информационных и институциональных условий для биржевой интеграции, в том числе:

— гармонизация национальных систем раскрытия корпоративной и финансовой информации, прежде всего через ИИСФР ЕАЭС;

— переход на электронные форматы взаимодействия и электронный документооборот, соответствующие международным стандартам⁴; обеспечение доступа национальных регуляторов стран ЕАЭС к информации организаторов торгов и иных инфраструктурных институтов;

— организация взаимодействия национальных регуляторов при надзоре за участниками и институтами единого биржевого пространства ЕАЭС.

После 2025 г. переход к полному «взаимному признанию» в ЕАЭС участников РЦБ и полноценное функционирование единого биржевого пространства ЕАЭС будут зависеть от гармонизации требований к инфраструктурным институтам (организаторам торговли, ЦД, клиринговым организациям, в том числе ЦК, торговым репозитариям) (возможная последовательность гармонизации — табл. 3.29).

¹ Ключевые вопросы (актуальны для Армении, Беларуси, Казахстана и Кыргызстана) — закрепление принципа окончательности расчетов по ценным бумагам с момента внесения записей по соответствующим счетам национальных ЦД; закрепление ключевых функций и требований к организации деятельности центрального контрагента, в том числе запрет совмещения с деятельностью биржи и ЦД и др. См. Отчет о НИР по 2-му этапу, Отчет о НИР по 3-му этапу «Формирование единого биржевого пространства и централизация институтов учета и расчетов в рамках ЕЭП» (ООО «ИНФИ ПАРТАД»).

² Дополнительно может потребоваться гармонизация требований к корпоративному управлению и раскрытию информации для эмитентов финансовых инструментов, торгуемых на биржах стран ЕАЭС.

³ См. Отчет о НИР по 3-му этапу «Формирование единого биржевого пространства и централизация институтов учета и расчетов в рамках ЕЭП» (ООО «ИНФИ ПАРТАД»).

⁴ В том числе снятие барьеров для использования электронной подписи при трансграничных биржевых операциях (применение иностранных электронных подписей, экспорт/импорт клиентской части средств криптографической защиты информации). См. Отчет о НИР по 2-му этапу, Отчет о НИР по 3-му этапу «Формирование единого биржевого пространства и централизация институтов учета и расчетов в рамках ЕЭП» (ООО «ИНФИ ПАРТАД»).

3. Будущее финансовых рынков Евразии: ориентиры совместного развития и интеграции

Важно, чтобы в рамках «единого паспорта» были обеспечены:

- доступ инфраструктурных институтов на основе национальной лицензии на рынки стран ЕАЭС;
- взаимное признание центральных контрагентов ЕАЭС и третьих стран для клиринга трансграничных сделок;
- доступ брокеров-дилеров одной страны ЕАЭС к торговой и расчетно-клиринговой инфраструктуре другой страны ЕАЭС (на основе национальной лицензии);
- в перспективе — предоставление участникам возможности выбора системы расчетов и клиринга (если выполняются соответствующие технические условия и национальный регулятор признает такую возможность) (см. опыт ЕС — пп. 2.1.2.3).

Таблица 3.29. **Возможные последовательность и направления гармонизации регулирования инфраструктурных институтов рынка ценных бумаг (в части модели регулирования)**

Год	Возможные направления гармонизации
2017—2021	<p>Согласованные требования к деятельности инфраструктурных институтов (организаторы торговли; клиринговые организации; депозитарии и регистраторы):</p> <ul style="list-style-type: none"> — к порядку и условиям создания (учредительные документы, минимальный уставный капитал) и лицензирования деятельности инфраструктурных институтов, в том числе порядок отзыва, ограничения или приостановления действия лицензии; требования к совмещению с другими видами деятельности; — к минимальному размеру и достаточности собственного капитала (собственных средств) инфраструктурных институтов, порядку его расчета; — организационные требования (организационная структура, органы управления, урегулирование конфликтов интересов, механизмы саморегулирования — комитеты пользователей и др.); — к системе управления рисками и внутреннего контроля деятельности инфраструктурных институтов; — к профессиональной квалификации и деловой репутации руководящих работников инфраструктурных институтов
2022—2025	<p>Стандарты ЕАЭС в области раскрытия информации инфраструктурными институтами. Согласованные требования к бухгалтерской (финансовой) отчетности инфраструктурных институтов на основе МСФО и проведению аудита бухгалтерской (финансовой) отчетности в соответствии с МСА.</p> <p>Порядок упрощенного «взаимного признания» инфраструктурных институтов государств — членов ЕАЭС на основе минимальных гармонизированных требований</p>
	Согласованные требования к деятельности торговых репозитариев
	Согласованные требования к деятельности рейтинговых агентств в странах ЕАЭС, в том числе решение вопроса о создании наднационального рейтингового агентства ЕАЭС и требований к нему
	Порядок полного «взаимного признания» инфраструктурных институтов («единый паспорт») (после 2025 г.)

3.8.3.2. Организованные рынки ценных бумаг

Финансовая интеграция ЕАЭС предполагает более активные процессы консолидации биржевых площадок ЕАЭС.

Базовые вопросы в развитии организованной торговли на РЦБ для стран ЕАЭС:

1) регулирование организаторов торговли:

— совершенствование правовых и технологических условий для допуска на биржи нерезидентов¹ и иностранных ценных бумаг к обращению²; важно, чтобы развитие регулирования в этой области происходило в увязке с гармонизацией законодательства стран ЕАЭС;

— совершенствование регулирования внебиржевых рынков финансовых инструментов — повышение их прозрачности и ликвидности, стандартизация инструментов и постепенный перевод внебиржевой торговли на организованные торговые платформы с централизованным клирингом и расчетами; постепенное внедрение международных требований к капиталу участников, осуществляющих операции с внебиржевыми деривативами;

— развитие систем мониторинга манипулирования, инсайдерства и других практик, нарушающих права инвесторов, на организованных РЦБ, механизмов взаимодействия с регулятором;

2) диверсификация продуктовой линейки:

— расширение перечня инструментов на организованных рынках (ценные бумаги, денежный рынок, валюта, деривативы);

— диверсификация услуг организаторов торгов (фондовые индексы, консультирование по листингу и размещениям, корпоративному управлению, информационные услуги и продукты, технологические сервисы и др.);

— разработка и продвижение систем (семейств) фондовых индексов и агрегированных индикаторов для стран ЕАЭС (внедрение фондовых индексов в Армении и Беларуси) и ЕАЭС в целом; развитие новых биржевых инструментов, информационных продуктов и услуг на основе таких фондовых индексов;

— развитие биржевых систем раскрытия информации, в том числе онлайн (публикация и распространение рыночной информации; системы ценовых индикаторов и центров ценовой информации, в том числе на внебиржевом рынке); повышение роли организаторов торговли в области раскрытия информации эмитентов, оценки качества их корпоративного управления;

3) развитие внутренних систем организаторов торговли — внедрение международных стандартов корпоративного управления, лучших практик, относящихся к системам управления рисками инфраструктурных институтов.

¹ Организация прямого доступа участников, электронного документооборота и взаимодействия и др.

² Например, допуск ценных бумаг по решению организатора торговли и без регистрации проспекта ценных бумаг или решения национального регулятора (упрощенные формы допуска иностранных ценных бумаг предусмотрены в России и Казахстане — см. пп. 1.7.2).

3.8.3.3. Расчетно-клиринговая и учетная инфраструктура (центральные депозитарии, клиринговые организации, центральные контрагенты, торговые репозитарии, депозитарии, регистраторы)

Финансовая интеграция стран ЕАЭС будет поддерживаться следующими трендами:

— развитие торговых репозитариев (централизация и стандартизация информации о сделках на рынке деривативов)¹;

— переход на централизованные расчеты и клиринг для всех видов внебиржевых стандартизированных деривативов; предоставление информации о сделках с ними в торговые репозитарии;

— реализация стандарта по развитию глобальной системы идентификации участников финансового рынка (Legal Entity Identifier — LEI) — присоединение стран ЕАЭС к этому стандарту в рамках ROC², получение национальным инфраструктурным институтом статуса локального операционного подразделения (LOU) или использование услуг уже действующих LOU в странах ЕАЭС³;

— развитие корреспондентских отношений центральных депозитариев ЕАЭС с иностранными депозитариями;

— развитие электронных форматов взаимодействия и электронного документооборота, соответствующих международным стандартам⁴.

Другим ключевым направлением является диверсификация и повышение качества услуг и продуктов, предоставляемых расчетно-клиринговыми и учетными институтами. В частности:

— расширение практики формирования на базе ЦД единой системы раскрытия корпоративной информации⁵; использование ЦД единых стандартов обмена информации с эмитентами ценных бумаг, признание его в качестве исходного достоверного источника корпоративной информации;

— развитие бизнес-моделей депозитарной и регистраторской деятельности на национальных рынках ЕАЭС, где предусмотрены отдельные профессио-

¹ Определение статуса репозитария, институтов, предоставляющих информацию в репозитарий, перечня инструментов и сделок, по которым предоставляется информация, форм отчетов, дополнительных услуг; требований к системе управления рисками, защите информации; порядку доступа регуляторов и иных участников рынка к информации различного уровня, хранящейся в торговом репозитарии.

² Беларусь, Казахстан и Россия являются членами ROC (Regulatory Oversight Committee), регулятивно-надзорного органа при Совете по финансовой стабильности (около 60 регуляторов), реализующей внедрение глобальной системы идентификации участников финансового рынка (стандарта ISO 17442). В России наличие кода LEI (международного идентификационного кода) обязательно для указания в договоре об оказании репозитарных услуг, а также при составлении списков лиц, осуществляющих права по ценным бумагам (для номинального держателя, иностранного номинального держателя или иностранной организации, осуществляющей учет и переход прав на ценные бумаги номинальных держателей и депозитариев, в том числе иностранных).

³ Национальный расчетный депозитарий (НРД), являющийся ЦД в России, имеет статус LOU, позволяющий ему присваивать международные коды LEI участникам финансового рынка. Центральный депозитарий Казахстана также планирует получить статус LOU.

⁴ Например, в России был принят Федеральный закон № 210-ФЗ, предоставляющий ЦД право установления электронных форматов взаимодействия при реализации прав по ценным бумагам, а также использования владельцами ценных бумаг технологий электронного голосования в Интернете (e-voting) или через депозитарий, осуществляющий учет ценных бумаг (e-proxy voting).

⁵ Реализуется в России через Центр корпоративной информации на базе Национального расчетного депозитария (ЦД).

3.8. Развитие рынка ценных бумаг

нальные участники с такой лицензией (см. пп. 1.7.4, 1.7.5) — может развиваться модель депозитариев-кастодианов как универсальных институтов, комплексно обслуживающих участников рынка, в том числе в части сопровождения ценных бумаг¹.

Расширение услуг и объемов трансграничных сделок в странах ЕАЭС потребует преобразования программно-технологического обеспечения и инфраструктуры клиринга и расчетов, внедрения более эффективных механизмов управления рисками, расширения возможностей саморегулирования в системно значимых инфраструктурных институтах (через советы, комитеты пользователей, СРО).

3.8.4. Институты рынка ценных бумаг

Возможная последовательность гармонизации требований к институтам на рынке ценных бумаг — табл. 3.30 (гармонизация модели регулирования на РЦБ — табл. 3.27).

Таблица 3.30. **Возможные последовательность и направления гармонизации регулирования институтов рынка ценных бумаг**

Год	Возможные направления гармонизации
2017—2021	Согласованные требования к деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг (брокеры-дилеры, доверительные управляющие): — к порядку и условиям создания и лицензирования профессиональных участников рынка ценных бумаг; — к минимальному размеру и достаточности собственного капитала (собственных средств) профессиональных участников рынка ценных бумаг, порядку его расчета; — к системе управления рисками и внутреннего контроля профессиональных участников рынка ценных бумаг; — к профессиональной квалификации и деловой репутации руководящих работников профессиональных участников рынка ценных бумаг
2022—2025	Стандарты ЕАЭС в области раскрытия информации профессиональными участниками рынка ценных бумаг. Согласованные требования к бухгалтерской (финансовой) отчетности профессиональными участниками рынка ценных бумаг на основе МСФО и проведению аудита бухгалтерской (финансовой) отчетности в соответствии с МСА. Соглашение о порядке упрощенного «взаимного признания» профессиональных участников рынка ценных бумаг стран ЕАЭС на основе минимальных гармонизированных требований
	Согласованные требования к деятельности инвестиционных фондов и их управляющих компаний: — к порядку и условиям создания и лицензирования инвестиционных фондов; — к капиталу, системе управления рисками и внутреннего контроля;

¹ Взаимодействие с эмитентом, применение технологий электронного голосования; расширение услуг регистраторов — проведение акционерных собраний, выплата дивидендов и др.

Год	Возможные направления гармонизации
	<ul style="list-style-type: none"> — к профессиональной квалификации и деловой репутации руководящих работников; — стандарты раскрытия информации инвестиционными фондами; — требования к бухгалтерской (финансовой) отчетности на основе МСФО и проведению аудита бухгалтерской (финансовой) отчетности в соответствии с МСА; — к порядку осуществления надзора за деятельностью инвестиционных фондов и управляющих компаний инвестиционных фондов. <p>Соглашение о порядке упрощенного «взаимного признания» инвестиционных фондов и их управляющих компаний (возможность продажи паев (ценных бумаг) фондов и создания новых фондов) стран ЕАЭС на основе минимальных гармонизированных требований</p>
После 2025 г.	Порядок полного «взаимного признания» профессиональных участников рынка ценных бумаг (в том числе управляющих компаний средствами инвестиционных и пенсионных фондов), инвестиционных фондов («единый паспорт»)

3.8.4.1. Деятельность профессиональных участников рынка ценных бумаг (брокерская, дилерская деятельность, деятельность по управлению ценными бумагами)¹

Будущие возможности для профессиональных участников РЦБ связаны с развитием в странах ЕАЭС полноценного риск-ориентированного надзора, расширением саморегулирования, дестимулированием недобросовестных практик и повышением уровня защиты инвесторов (см. пп. 3.4.5, 3.8.1), с созданием единого биржевого пространства и гармонизацией законодательства в ЕАЭС (см. пп. 3.8.3.3).

Финансовая интеграция стран ЕАЭС предполагает:

- повышение финансовой устойчивости профессиональных участников (при недопущении ускоренного переноса всего объема «жесткости» «банковского» регулирования на небанковские институты — см. пп. 3.8.1);

- снижение излишней регулятивной нагрузки на участников (в части требований к раскрытию информации, операциям, требованиям в области контроля за манипулированием и использованием инсайдерской информации, в части противодействия легализации доходов и др.); совершенствование условий для упрощенной идентификации клиентов — физических лиц, в том числе при трансграничных услугах в ЕАЭС;

- развитие электронного документооборота и технологической инфраструктуры, обеспечивающих расширение дистанционных и электронных услуг;

- стимулирование развития бизнес-моделей брокеров, основанных на диверсификации видов деятельности (брокерская, дилерская, деятельность по управлению ценными бумагами, депозитарная деятельность), создании новых сервисов и интернет-услуг, маржинальной торговли; развитие правовых воз-

¹ О видах профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг в странах ЕАЭС см. пп. 1.7.5.

возможностей и налоговых условий для привлечения и размещения брокерами-дилерами, являющимися небанковскими организациями, денежных средств, выпуска долговых инструментов в целях более полного выполнения функций финансового посредника, диверсификации доходной базы, привлечения средств населения.

Процесс перехода на «единый паспорт» для профессиональных участников РЦБ потребует гармонизации порядка и условий их деятельности на рынке (табл. 3.30), в том числе:

- перечня видов профессиональной деятельности на РЦБ в странах ЕАЭС и прочих видов деятельности¹; порядка их совмещения; порядка осуществления деятельности на РЦБ кредитными организациями²;

- видов / категорий участников РЦБ и критериев их определения, для которых могут действовать более «мягкие» национальные требования (участники, не осуществляющие трансграничную деятельность, не распоряжающиеся средствами клиентов и др.);

- порядка и условий создания и лицензирования профессионального участника РЦБ³, его ликвидации или реорганизации;

- требований к капиталу (в зависимости от осуществляемых видов деятельности); к системе управления рисками и внутреннего контроля; организационных требований⁴;

- стандартов раскрытия информации;

- подходов к оказанию услуг квалифицированным и неквалифицированным инвесторам;

- в перспективе (после 2025 г.) — механизма действия «единого паспорта» для профессиональных участников РЦБ (см. пп. 3.4.3); порядка доступа на рынок ЕАЭС участников из третьих стран.

¹ Данные виды деятельности могут не требовать отдельного лицензирования при наличии лицензии профессионального участника РЦБ (например, андеррайтинговая, консультативная деятельность, деятельность трансфер-агентов и др.).

² Целесообразно требование наличия соответствующей лицензии или включения данной деятельности в перечень лицензируемых операций для кредитных организаций (по примеру ЕС — см. пп. 2.1.2).

³ Порядка формирования и оплаты уставного капитала, порядка и условий выдачи лицензии, ее приостановления или отзыва и др.

⁴ Организационная структура, система органов управления, урегулирование конфликтов интересов и др.

3.8.4.2. Рынок коллективных инвестиций и институциональных инвесторов

Гармонизация регулирования рынка коллективных инвестиций

1. Взаимное признание лицензий субъектов рынка коллективных инвестиций¹ (управляющих компаний средствами пенсионных и инвестиционных фондов²); гармонизированные требования к доступу субъектов рынка коллективных инвестиций из третьих стран на рынок ЕАЭС.

2. Создание условий для трансграничных операций институциональных инвесторов на пространстве ЕАЭС на основе взаимного признания инвестиционных фондов (общие фонды банковского управления, открытые, интервальные, закрытые паевые фонды; акционерные фонды)³.

3. Гармонизация регулятивных требований к субъектам рынка коллективных инвестиций:

— формирование в догоняющем режиме нормативно-правовой базы для стран с отсутствующими институтами (прежде всего, Кыргызстан, Армения); гармонизация пруденциальных требований ко всем категориям институциональных инвесторов. Одновременно должны сохраняться особенности регулирования специфических видов фондов, представленных в отдельных странах (уникальные виды ПИФ в РФ, фонды банковского управления в Беларуси);

— гармонизация требований и повышение справедливости оценки активов субъектов рынка коллективных инвестиций (в части расчета стоимости чистых активов, в особенности неликвидных фондов, таких как фонды недвижимости);

¹ Аналоги — практика АСЕАН (схемы коллективного инвестирования Qualified CIS) и ЕС:

— двойной паспорт для инвестиционных фондов — схем коллективного инвестирования UCITS, их управляющих компаний (с 2001 г.);

— институтов профессионального пенсионного обеспечения (IORP 2003);

— прочих фондов (крупные альтернативные фонды: хедж-фонды, фонды прямых инвестиций, фонды недвижимости и другие институциональные фонды) (AIFM);

— прочие венчурные фонды, предназначенные для квалифицированных и венчурных инвесторов, не регулируемые AIFM;

— фонды денежного рынка (MMF);

— ELTF (для фондов, управляемых компаниями, имеющими лицензию AIFM, а также соответствующих ряду требований).

² Управляющие компании по доверительному управлению АИФ (инвестиционными резервами акционерных инвестиционных фондов), ПИФ, средствами пенсионных накоплений, пенсионных резервов; инвестиционным портфелем, инвестиционными активами (различная терминология в зависимости от государства — члена ЕАЭС).

В ЕС также создан «единый паспорт» для институтов профессионального пенсионного обеспечения, но гармонизация деятельности негосударственных (накопительных) пенсионных фондов на пространстве ЕАЭС осложнена высоким уровнем различий в их регулировании, социальным характером деятельности фондов, ограниченным перечнем негосударственных (накопительных) пенсионных фондов: ЕНПФ, добровольные накопительные пенсионные фонды (последние законодательно предусмотрены, но не созданы) в Казахстане; негосударственные пенсионные фонды в Армении и РФ, накопительные пенсионные фонды в Кыргызстане.

В случае дальнейшей гармонизации деятельности НПФ необходим учет международных принципов риск-ориентированного надзора IOPS (см. документы IOPS, в частности, IOPS Principles of Private Pension Supervision, November 2010; Toolkit for Risk-based Pensions Supervision, 2012).

³ В ряде интеграционных объединений стран гармонизация регулирования и взаимный допуск инвестиционных фондов предшествует аналогичным процессам в сфере допуска ценных бумаг к торгам (ЕС, АСЕАН).

3.9. Перспективы страхового рынка

- согласованное формирование требований к актуариям и процедурам оценивания для всех стран ЕАЭС, на территории которых формируется накопительная пенсионная система;
- распространение принципа саморегулирования на отрасль коллективных инвестиций по мере развития институтов и готовности рынка.

Рост глубины и диверсификации рынка коллективных инвестиций

Стратегическими направлениями развития рынка коллективных инвестиций должны стать рост доли коллективных инвесторов в собственности на РЦБ и снижение уровня концентрации субъектов рынка коллективных инвестиций (в особенности в отрасли накопительного пенсионного страхования) за счет:

- расширения видов субъектов рынка коллективных инвестиций; создание правовых условий для формирования корпоративных пенсионных программ; передачи в частное управление части средств, находящихся в управлении государственных управляющих (часть накоплений в государственных пенсионных фондах, средств государственных инвестиционных фондов);
- расширения перечня разрешенных видов активов для инвестирования средств негосударственных (накопительных) пенсионных фондов (пенсионных резервов и накоплений)¹;
- создания системы стимулов развития институциональных инвесторов (поощрения субъектов рынка и инвесторов), в особенности стимулирующих долгосрочные инвестиции².

3.9. Перспективы страхового рынка

Будущее страхового рынка Евразии основано на создании общего страхового пространства с диверсифицированным перечнем страховых услуг и гармонизированным нормативным правовым регулированием, высокой долей необязательных видов страхования, развивающихся за счет негосударственного сектора.

Ключевыми направлениями гармонизации могут быть:

- создание интегрированных сегментов страхового рынка;
- гармонизация правовых требований и передача надзора над крупнейшими субъектами страхового рынка на уровень наднационального органа по регулированию финансовых рынков³;
- выравнивание развития и рост глубины страхового рынка Евразии;
- изменение модели страхового рынка в части соотношения отдельных видов страхования и роли государства (рост доли необязательных видов страхования, расширение роли продуктов страхования жизни, снижение доли государства в собственности на страховом рынке, сжатие «схем» в страховании, направленных на уход от налогов).

¹ Рекомендации для РФ распространить на все государства — члены ЕАЭС.

² В стратегических документах Казахстана предусматривается либерализация регулятивных требований в отношении ИФ рискованного инвестирования, предназначенных для вложений в венчурные и другие проекты, для увеличения долгосрочности и доходности их инвестиций (разд. 4.1, Задача 2, Концепция 2030 РК).

³ Практика ЕС. См. пп. 2.1.2.

3.9.1. Инструментальная структура (виды страхования и страховые продукты)

Ключевые направления включают развитие насыщенности страховыми услугами (по видам и объемам) в странах с опережающим уровнем развития страхового рынка; догоняющее развитие других стран и рост их доли в общем страховом секторе в соответствии с размерами экономик. Выравнивание обеспеченности страховыми продуктами может быть достигнуто с помощью создания нормативных условий для введения новых видов продуктов, системы налоговых и неналоговых стимулов развития страховых услуг.

Последовательность и направления гармонизации — табл. 3.31.

Таблица 3.31. **Возможные последовательность и направления гармонизации регулирования инструментальной структуры страхового сектора**

Год	Возможные направления гармонизации
2017—2019	Взаимное признание полиса ОСАГО (присоединение всех стран ЕАЭС к договору «Зеленая карта», оценка экономических потерь страховых организаций от присоединения, разработка механизмов компенсации потерь в первые годы присоединения)
	Гармонизация страховой терминологии и условий договоров страхования. Гармонизированная политика по созданию общего перечня видов (классов) страхования
2020—2025	Гармонизация части требований на страховом рынке: требования к тарифам, процедурам оценки имущества, расчета ущерба, урегулирования убытка и осуществления страховых выплат (по массовым видам страхования (розничные виды: страхование жизни, имущества и др.) и отдельным видам обязательного страхования (ОСГО перевозчика, экологическое страхование) по усмотрению стран ЕАЭС)
	Соглашение или иной международно-правовой документ о признании страховых полисов (в отношении отдельных видов страхования по усмотрению стран ЕАЭС). Согласованные требования к исламским страховым продуктам

Пилотным проектом в области интеграции может стать создание единой перестраховочной емкости в форме межгосударственных перестраховочных пулов, осуществляющих страхование крупных рисков¹ (перестрахование между перестраховочными организациями из стран ЕАЭС до перестрахования у нерезидентов). Создание единой перестраховочной емкости позволит крупнейшим страховым организациям и страховым пулам участвовать на паритетных началах на международном перестраховочном рынке. Процесс необходимо сопровождать последовательной гармонизацией законодательства и снижением барьеров в

¹ Среди трех обсуждаемых перестраховочных моделей (союзный государственный перестраховщик; государственно-частный перестраховщик и пул коммерческих перестраховщиков) наиболее целесообразно создание государственно-частного перестраховочного пула, в котором на паритетных началах могут участвовать как коммерческие перестраховщики, так и государственные перестраховочные компании (компании с частичным государственным участием). В частности, в пул может войти проектируемая в настоящее время в РФ Национальная перестраховочная компания (планируется 100%-ное участие в капитале ЦБ РФ), государственная перестраховочная компания Беларуси — РУП «Белорусская национальная перестраховочная организация».

трансграничном перестраховании в части налогового режима и регулятивных ограничений.

Еще одно первоочередное направление — взаимное признание страховых полисов: на первом этапе введение полисов с расширенной территорией покрытия на другие страны ЕАЭС, затем — единого полиса по мере гармонизации страхового законодательства (в отношении ограниченного перечня видов страхования: транспортного, медицинского и других по усмотрению стран ЕАЭС).

При выборе видов страхования, в отношении которых целесообразно введение единого страхового полиса, необходимо руководствоваться следующими принципами: 1) трансграничный характер страхования¹; 2) наличие вида страхования в большинстве стран ЕАЭС²; 3) в общем случае исключение социальных видов страхования (пенсионного, обязательного медицинского), за исключением страхования трудовых мигрантов (обязательства предусмотрены договором о ЕАЭС³). В соответствии с указанными принципами единой страховой полис целесообразно ввести в отношении транспортного страхования (страхование гражданской ответственности перевозчика⁴, авиастрахование), медицинского страхования трудовых мигрантов, имущественных видов страхования, страхования жизни, иных видов страхования гражданской ответственности (перевозчика опасных грузов; владельцев объектов, деятельность которых связана с причинением вреда третьим лицам, экологическое страхование и др.).

В части развития продуктов исламского страхования (такафул) целесообразно приоритетное развитие в странах ЕАЭС с потенциальным спросом (Казахстан, Кыргызстан, Россия).

Развитию страховых услуг будет способствовать создание (совершенствование) условий для электронной продажи страховых полисов (доступно в РФ, планируется к введению в Казахстане).

Обязательное страхование

Целесообразна оптимизация видов обязательного страхования: расширение перечня видов в странах с невысоким покрытием обязательным страхованием; оптимизация и исключение неэффективно функционирующих и дублирующих видов обязательного страхования, в особенности в странах с их избыточным количеством. Политика введения новых видов обязательного страхования должна учитывать реальные потребности бизнеса и населения, на законодательном уровне возможно введение критериев обязательных видов страхования (случайность страхового случая, массовость, социальность и общественная значимость и т.п.).

¹ Виды страхования, для которых характерно перемещение страхового объекта между границами стран ЕАЭС, например: транспортное страхование (ОСАГО, КАСКО, страхование гражданской ответственности перевозчика, авиастрахование и др.), медицинское страхование трудовых мигрантов.

² ОСАГО, дополнительное страхование автогражданской ответственности (КАСКО), имущественные виды страхования, страхование жизни (в частности, в отношении страхования жизни пересекающих внутренние границы стран ЕАЭС).

³ Согласно п. 3 ст. 98 Договора о ЕАЭС социальное страхование трудовых мигрантов должно осуществляться на тех же условиях и в том же порядке, что и граждан государства трудоустройства.

⁴ ОСАГО — в рамках присоединения стран ЕАЭС к «Зеленой карте».

За каждой страной необходимо сохранить право самостоятельного выбора перечней обязательных видов страхования исходя из имеющихся бюджетных финансовых ресурсов (в части обязательного государственного страхования), платежеспособности частного сектора и населения, государственных интересов. Возможно согласование минимального перечня видов обязательного страхования, введение которых целесообразно во всех странах ЕАЭС: страхования трудовых мигрантов и членов их семей, страхование автогражданской ответственности, иные виды страхования гражданской ответственности (перевозчиков, владельцев опасных объектов, экологическое страхование).

Страховые тарифы при введении на государственном уровне целесообразно оценивать на предмет обоснованности. Гармонизация между странами возможна в отношении страховых тарифов и порядка определения размера страховых сумм, ущерба и страхового возмещения, если это регламентируется национальным законодательством, в отношении вводимых новых видов обязательного страхования.

Наиболее социально значимый вид обязательного страхования — ОСАГО. Его введение целесообразно во всех странах ЕАЭС. Возможна последовательная гармонизация требований к ОСАГО: единая система тарификации (в рамках законодательно установленных максимальных и минимальных базовых размеров тарифов и системы коэффициентов — региональных, учитывающих технические характеристики, период вождения и т.д.); гармонизированные методы оценки ущерба и определения размера убытков, перечень рисков, требования к ответственности; система гарантийного обеспечения¹; объединенная база страховых договоров ОСАГО стран ЕАЭС² и др.

Взаимное признание полиса ОСАГО возможно на основе присоединения стран к международной системе страхования «Зеленая карта» (только по результатам оценки экономических последствий и с учетом мнения каждой страны) и разработки специальной системы тарификации для зоны, включающей все страны ЕАЭС. Для снижения экономических потерь страховщиков могут быть созданы механизмы компенсации потерь национальных страховых организаций в первые годы введения механизма, например (квотное) перестрахование договоров международной системы «Зеленая карта».

Добровольное страхование

Рекомендуется расширение перечня законодательно предусмотренных видов добровольного страхования с учетом потребностей стран, в том числе ликвидация нормативно-правовых барьеров (в частности, в отношении развития страхования жизни с инвестиционной составляющей).

Гармонизация части требований в отношении порядка и условий осуществления услуг по добровольным видам страхования (требования к тарифам, процедурам оценки имущества, урегулирования убытка и страховых выплат) целесообразно осуществлять на основе стандартов СРО и минимальных требований,

¹ См. пп. 3.4.4.

² Подробнее см. пп. 3.4.1.

3.9. Перспективы страхового рынка

установленных в национальном законодательстве. Гармонизацию целесообразно осуществлять как между странами, так и между отдельными видами страхования (по наиболее востребованным розничным продуктам).

Налоговые стимулы (включение в состав расходов для юридических лиц, налоговые вычеты из подоходных налогов для физических лиц) должны быть расширены (введены) в отношении добровольных видов страхования, в особенности дополняющих обязательные виды (медицинское и пенсионное).

Еще одно направление — гармонизация требований к инструментам размещения активов по страхованию жизни (учет особенностей данного вида страхования при установлении требований к структуре финансовых инструментов размещения активов).

3.9.2. Субъекты (участники) страхового рынка (страховые (перестраховочные) организации и брокеры, страховые агенты)

Развитие модели регулирования страховых рынков предусматривает гармонизацию при догоняющем ужесточении регулятивных требований в зависимости от уровня развития отдельного сегмента рынка. Последовательность гармонизации регулирования институтов — табл. 3.32.

Таблица 3.32. **Возможные последовательность и направления гармонизации регулирования институтов в страховом секторе**

Год	Возможные направления гармонизации
2017—2021	Гармонизированная структура лицензируемых видов деятельности. Согласованная концепция и план внедрения риск-ориентированного надзора для профессиональных участников страхового рынка
	Согласованные требования к деятельности страховых (перестраховочных) организаций и брокеров: — к порядку и условиям создания и лицензирования; — к финансовой устойчивости и платежеспособности (капитал, страховые резервы и гарантийные фонды, в том числе нормативы); — к системе управления рисками и внутреннего контроля; — составу и структуре активов; — к профессиональной квалификации и деловой репутации руководящих сотрудников; — согласованные условия, порядок и основания передачи страхового портфеля. Согласованные требования к деятельности СРО, агентов
2022—2025	Стандарты ЕАЭС по раскрытию информации профессиональными участниками страхового рынка. Гармонизация требований к учету, отчетности и аудиту на основе МСФО и МСА; апробация и оценка готовности профессиональных участников страхового рынка к риск-ориентированному надзору; упрощенное «взаимное признание» профессиональных участников страхового рынка на основе минимального набора требований
	Гармонизация требований к реорганизации, ликвидации, финансовому оздоровлению и банкротству профессиональных участников страхового рынка

Год	Возможные направления гармонизации
2022—2025	Гармонизация требований к деятельности финансовых холдингов и групп в страховом секторе (раскрытие информации, финансовая надежность и платежеспособность, риски, консолидированный надзор)
	<p>Гармонизация требований к реорганизации, ликвидации, финансовому оздоровлению и банкротству финансовых холдингов и групп.</p> <p>Согласованные требования к деятельности финансовых холдингов и групп в страховом секторе в части:</p> <ul style="list-style-type: none"> — требований к финансовой надежности и платежеспособности финансовых холдингов и групп; — требований к системе управления рисками и внутреннего контроля в финансовых холдингах и группах; — по раскрытию информации финансовыми холдингами и группами; — порядка осуществления консолидированного надзора за финансовыми холдингами и группами. <p>Согласованные требования к регулированию деятельности системно значимых страховых (перестраховочных) организаций:</p> <ul style="list-style-type: none"> — критерии отнесения к системно значимым страховым (перестраховочным) организациям; — требования к финансовой надежности и платежеспособности; — требования к управлению рисками; — требования к раскрытию информации; — требования к порядку надзора; — порядок реорганизации и ликвидации, процедур финансового оздоровления и банкротства. <p>Гармонизация требований к риск-ориентированному надзору за профессиональными участниками страхового рынка.</p> <p>Согласованные требования к ОВС</p>
После 2025 г.	«Единый паспорт» для профессиональных участников страхового рынка

Гармонизация видов субъектов страхового рынка и их юридического статуса

В условиях схожей структуры субъектов страхового рынка возможно появление таких универсальных гармонизированных понятий, как «профессиональный участник страхового рынка»¹ как деятельности на страховом рынке на основании лицензии / включения в реестр / аттестации, разработка требований к организационно-правовой форме каждого из видов профессиональных участников страхового рынка².

¹ Предлагается в соответствии с п. 23 1) Протокола по финансовым услугам Договора о ЕАЭС.

² Понятие «профессиональный участник страхового рынка» присутствует только в законодательстве Казахстана и включает страховые и перестраховочные организации, страховых брокеров, лицензируемых актуариев. В РФ аналогичное понятие — субъекты страхового дела, включающие страховые организации, ОВС, страховых брокеров. Как профессиональные участники страхового рынка в Казахстане, так и субъекты страхового дела в РФ действуют на основании лицензии.

Гармонизация может осуществляться в отношении других видов субъектов (участников) страхового рынка (брокеры, агенты, сюрвейеры, аджастеры, аварийные комиссары и др.) и их организационно-правовых форм; структуры лицензируемых видов деятельности на основе единой классификации видов (классов) страхования.

Обеспечение финансовой устойчивости и платежеспособности страховых и перестраховочных организаций и брокеров

В соответствии с международными тенденциями страны ЕАЭС будут последовательно переходить к более жесткому риск-ориентированному надзору, постепенно внедрять консолидированный надзор. Учитывая неравномерный уровень развития страхового рынка стран ЕАЭС и готовности к внедрению международных требований, переход к более жесткому регулированию целесообразно осуществлять с учетом готовности стран при сохранении возможности более «мягкого» регулирования.

Необходимым условием развития будет присоединение стран ЕАЭС к IAIS, внедрение требований международных стандартов IAIS, принципов ЕС «Платежеспособность II» («Solvency II») по мере готовности государств.

Существующий в странах ЕАЭС разрыв в требованиях к финансовой устойчивости и платежеспособности (различные виды нормативов, значительный разброс в количественных характеристиках схожих нормативов) будет снижен. Планируется сближение видов нормативов: требования к минимальному размеру уставного и собственного капитала; требование к достаточности собственного капитала с учетом риска (маржа платежеспособности), наличию и размеру гарантийных фондов и страховых резервов; нормативы по ограничению крупных рисков; нормативы ликвидности / требования к составу и структуре активов страховых (перестраховочных) организаций и др. Целесообразно создание гармонизированного базового списка нормативов с правом стран ЕАЭС дополнять его, с учетом особенностей отдельных видов страхования, специфических для отдельных государств.

Ожидается последовательная гармонизация видов формируемых страховыми организациями резервов: гармонизация требований к резерву незаработанных премий, заявленных убытков, произошедшим, но не заявленным убыткам; гармонизация видов и требований к иным видам страховых резервов с учетом особенностей отдельных видов страхования. Еще одно направление — гармонизация условий и порядка передачи страхового портфеля.

Последовательность гармонизации возможна в формате введения трех различных режимов регулирования с учетом резидентства: для национальных страховщиков, для страховщиков из других стран ЕАЭС (с последовательным сближением с национальным режимом), для страховщиков из третьих стран.

Прочие направления повышения эффективности регулирования деятельности страховых и перестраховочных организаций и брокеров, страховых агентов:

3. Будущее финансовых рынков Евразии: ориентиры совместного развития и интеграции

— создание условий для взаимного признания лицензий страховых и перестраховочных организаций и брокеров¹ на основании гармонизации видов лицензий, разработки гармонизированных требований к порядку и условиям создания (учреждения); лицензионных требований (к выдаче лицензии, основания для отказа в выдаче лицензии, основания для отзыва, аннулирования, ограничения и приостановления действия лицензии); порядку и особенностям реорганизации и ликвидации;

— введение консолидированного надзора за страховыми группами и конгломератами / холдингами и системно значимыми страховыми организациями (для стран и всего пространства ЕАЭС), в том числе специального наднационального регулирования, за осуществляющими трансграничные операции, гармонизированных требований к составу и пруденциальных требований к деятельности;

— введение дифференцированных требований к страховым и перестраховочным брокерам;

— гармонизация принципов и подходов надзора за участниками страхового рынка (соотношение полномочий национальных регуляторов и саморегулируемых организаций, меры ответственности за нарушение страхового законодательства в целях ликвидации регулятивного арбитража (порядок, условия и размеры санкций));

— выработка общих подходов между странами ЕАЭС в части саморегулирования (профессиональных объединений страховщиков). Рассмотрение возможности создания трансграничных (действующих на территории всего пространства ЕАЭС) СРО, гармонизация требований, предъявляемых к деятельности СРО. Создание условий для информационного обмена между СРО (профессиональными объединениям страховщиков) и органами государственной власти;

— гармонизация требований к деятельности страховых агентов (гармонизированные требования к допуску на рынок и деятельности);

— гармонизация требований, предъявляемых к профессиональной квалификации и деловой репутации работников страховых и перестраховочных организаций;

— создание условий для автоматизации части контрольных функций в части разработки систематизированных перечней показателей финансовой устойчивости, ранних признаков банкротства, критериев недостоверности отчетности²;

— препятствование созданию перестраховочных схем, направленных на вывод активов и налоговую оптимизацию³, на основе согласованных подходов во всех странах и взаимодействия национальных регуляторов в отношении трансграничной страховой деятельности.

В части требований к отчетности участников страхового рынка последовательный переход на МСФО по мере готовности стран, обеспечивающий гармонизацию требований к отчетности и аудиту.

¹ Беларусь — единственная страна ЕАЭС, где деятельность страховых брокеров не лицензируется (с 2011 г.).

² Использование лучшей практики РФ в части оперативного мониторинга и контроля.

³ Применяется в РФ и Казахстане.

Рост операционных способностей и эффективности деятельности страховых (перестраховочных) организаций

Перспективным направлением является развитие долгосрочных инструментов размещения активов страховых организаций: расширение перечня разрешенных для инвестирования активов и установление требований к этим активам, развитие рынка долгосрочных ценных бумаг, в том числе государственных и государственных компаний.

Целесообразно развитие института гарантий и поручительств страховых организаций¹: разработка гармонизированного подхода в отношении возможности выпуска страховыми организациями гарантий и поручительств, разработка требований к обеспечению финансовой устойчивости страховой организации по гарантиям и поручительствам (создание резервов, особенности перестрахования и др.).

3.9.3. Инфраструктура страхового рынка (актуарии и другие посредники), общества взаимного страхования

Эффективная инфраструктура — неотъемлемая часть развитого страхового рынка. Возможная последовательность гармонизации — табл. 3.33.

Таблица 3.33. **Возможные последовательность и направления гармонизации инфраструктуры страхового рынка**

Год	Возможные направление гармонизации
2017—2021	Создание института актуариев во всех странах ЕАЭС. Гармонизированная политика в отношении сертификации актуариев (признание международного сертификата актуария стран ЕАЭС), допуска актуариев к осуществлению деятельности
	Введение гармонизированных требований к использованию актуарных расчетов, в том числе при оценке достаточности резервов
2022—2025	Согласованные требования к деятельности и надзору за другими инфраструктурными институтами на страховом рынке (аварийные комиссары, сюрвейеры и др.): требования к профессиональной квалификации, порядку создания (аттестация) и др.
	Порядок «взаимного признания» инфраструктурных институтов (кроме актуариев)

Важнейший институт страхового рынка — *независимые актуарии*. Первоочередным является заполнение пробелов — создание института актуариев в странах, где он отсутствует (Кыргызстан); введение законодательных норм, обязывающих использование актуарных расчетов при законодательном установлении размеров (минимальных, максимальных границ) тарифов по обязательным видам страхования, так и в текущей деятельности страховщиков по всем видам страхования, в оценке достаточности страховых резервов.

¹ Аналог зарубежных страховых продуктов — Surety Bonds (Европейский союз, США).

3. Будущее финансовых рынков Евразии: ориентиры совместного развития и интеграции

В целях развития института (независимых) актуариев целесообразно разработать гармонизированные требования к деятельности страховых актуариев: форма допуска к деятельности (аттестация, аккредитация либо лицензирование), требования к получению разрешения на осуществление деятельности и текущие требования к ней (выполнение профессиональных стандартов, членство в СРО, сертификация актуариев). В части регулирования рекомендуется создание СРО актуариев в странах с их отсутствием¹, последовательное вхождение СРО актуариев в Международную организацию актуариев, введение кодекса поведения актуариев, соответствующего требованиям Европейской Актуарной консультационной группы, введение обязательного квалификационного экзамена для актуариев и требований к нему.

В отношении прочих (сотрудников) инфраструктурных институтов (андеррайтеров, аварийных комиссаров, сюрвейеров и др.) целесообразна гармонизация требований, предъявляемых к профессиональной квалификации и деловой репутации. Ключевое направление — введение аттестации ряда инфраструктурных страховых посредников (сюрвейеров, аджастеров), предусматривающее определение ответственности и механизмов аттестации (по усмотрению стран ЕАЭС)². Еще одно направление — гармонизация требований по надзору за инфраструктурными организациями, в том числе разработка согласованного подхода в отношении допуска на рынок.

В отношении *обществ взаимного страхования* необходимо включение их в периметр регулирования, введение гармонизированного понятия общества взаимного страхования, установление общих принципов их деятельности (основание возникновения членства в обществе, основание для прав на получение страхового возмещения³); возможность участия в качестве членов обществ взаимного страхования иностранных юридических лиц из других стран ЕАЭС и третьих стран⁴); гармонизированные требования к лицензированию / аккредитации / регистрации.

¹ Беларусь и Кыргызстан.

² Предложения стратегических документов РФ (разд. III.6, Стратегия страховой деятельности 2020 РФ).

³ С момента уплаты каких взносов.

⁴ См. также Рекомендации по гармонизации законодательства государств — членов ЕврАзЭС в сфере взаимного страхования (на основе сравнительно-правового анализа национальных законодательств). Межпарламентская ассамблея Евразийского экономического сообщества.

Заключение

Страны ЕАЭС — пример успешно реализуемого проекта интеграции стран постсоветского экономического пространства, отличающихся контрастностью экономических показателей, особенностями моделей регулирования, но общностью фундаментальной базы финансового развития — структуры собственности, финансовых рынков, моделей, стратегий финансового развития.

В книгу включен обширный анализ страновых показателей (более 45), институтов и инструментов, уровней и моделей финансового развития.

Анализ сложившихся условий дополнен сопоставлением национальных стратегий развития финансовых рынков их структур. Выявлены области несовпадения, проблемные места гармонизации, требующие первоочередного урегулирования.

Создана уникальная карта пяти финансовых рынков, собранная из более 40 баз данных и более 200 нормативных актов, включая международные.

Построена детальная проекция будущего финансовых рынков Евразии (на примере стран ЕАЭС) в составе целей, ориентиров, последовательности интеграции, макроэкономических и институциональных условий. Приведены базовые структуры интеграции. Описано будущее развитие банковского, страхового сектора, рынка ценных бумаг стран ЕАЭС в условиях продолжения интеграции.

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ

1. *Миркин Я. М.* Финансовое будущее России: экстремумы, бумы и системные риски. М. : GELEOS Publishing House; Кэпитал Трейд Компани, 2011. 480 с.: ил.
2. Финансовые стратегии модернизации экономики: мировая практика / под ред. Я. М. Миркина. М. : Магистр, 2014. 496 с.
3. Финансовая политика в рамках евразийской интеграции / под ред. Б. В. Хулхачиева. ЕЭК. М., 2015.
4. *Árvai Z.* Capital Account Liberalization, Capital Flow Patterns, and Policy Responses in the EU's New Member States. IMF. Working Papers WP/05/213, European Department, November 2005. 40 p.
5. *Yandle M., Knapp A., Mainelli M., Harris I.* The Global Financial Centre Index — 3. Z/Yen Group, March 2008.
6. The Single Market Review, Subseries III: Dismantling of Barriers Volume 5: Capital Market Liberalization. Office for Official Publications of the European Communities Kogan Page. Earthscan. 1997.
7. The Liberalization and Management of Capital Flows: an Institutional View, International Monetary Fund. — November 14, 2012.
8. *Stiglitz J. E.* Globalization and Its Discontents. Globalization and Its Discontents. W. W. Norton and Company. New York, USA, 2002. 282 p.
9. *Remolona E., Shim I.* The Rise of Regional Banking in Asia and the Pacific // BIS Quarterly Review. September 2015. Box 2.
10. *Ormachea M. S.* Mercado integrado latinoamericano — MILA. San José de Costa Rica, Mayo de 2012.
11. Global Financial Stability Report: Moving from Liquidity- to Growth-Driven Markets, International Monetary Fund, April 2014
12. *Galagher K. P., Stanley L. E.* Capital Account Regulation, Boston University, Pardee Center Task Force Reports, 2013.
13. *Favaro E., Smits K., Bakanova M.* Structural Challenges for SOEs in Belarus. World Bank. Working Paper, 2012.
14. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, IMF, October 2014. (AREAER, 2014).
15. Annual Report and Accounts, TheCityUK, 2014.
16. *Rodríguez A. V.* Importancia de las reglas fiscales de cara al Mercado Integrado Latinoamericano — MILA. V Curso de Derecho Tributario Internacional — Tributación Internacional del Mercado de Capitales, 26 y 27 de Abril 2012. Diapositiva 27.

Приложения

Приложение 1

Перечень нормативных правовых актов и документов ЕАЭС и стран — членов ЕАЭС, их сокращенных наименований

Нормативный акт / документ	Сокращенное наименование
ЕАЭС	
Договор о Евразийском экономическом союзе (Астана, 29 мая 2014 г.)	Договор о ЕАЭС
Решение Высшего Евразийского экономического совета от 8 мая 2015 г. № 11 «О перечне мероприятий по реализации основных ориентиров макроэкономической политики государств — членов Евразийского экономического союза на 2015—2016 гг.»	
Проект Соглашения о согласованных подходах к регулированию валютных правоотношений и принятии мер либерализации (Решение Коллегии ЕЭК № 110)	Соглашение о валютных правоотношениях
Армения	
<i>Стратегические и концептуальные документы (стратегии, концепции, основные направления и др.)</i>	
Программа Правительства на 2008—2012 гг. Республики Армения, утвержденная постановлением Правительства Республики Армения 28 апреля 2008 г. № 380-А; Программа Правительства 2013 г.; Программа Правительства на 2014—2017 гг.	Программа Правительства РА
Armenia Development Strategy for 2014—2025. Annex to RA Government Decree № 442-Non 27 March, 2014	Стратегия развития 2014—2025 РА
The Central Bank of the Republic of Armenia Strategy, Approved under the CBA Board Resolution No. 313-A, November 18, 2014	Стратегия ЦБ 2015—2017 РА
Стратегия Центрального банка Республики Армения в 2012—2014 гг. ¹	Стратегия ЦБ 2012—2014 РА
Republic of Armenia: Financial System Stability Assessment, IMF Country Report No. 13/10. January 2013	FSAP РА
Schedule of specific Commitments in Services GATS/SC/137 29/04/2004 (04-1924))	GATS/SC/137
<i>Нормативные правовые акты в области регулирования на финансовом рынке</i>	
Закон Республики Армения от 20 октября 2007 г. № ЗР-195 «О рынке ценных бумаг» (в ред. на декабрь 2015 г.)	Закон о рынке ценных бумаг РА

¹ <https://www.cba.am/en/SitePages/mpforeignexchangeconomy.aspx>.

Нормативный акт / документ	Сокращенное наименование
Закон Республики Армения от 27 октября 2001 г. № ЗР-232 «Об акционерных обществах» (в ред. от 1 декабря 2014 г.)	Закон об акционерных обществах РА
Republic of Armenia Law adopted on 24 November 2004 'On Guarantee of Remuneration of Bank Deposits of Physical Persons'	Закон о гарантировании депозитов РА
Republic of Armenia Central Bank Board Resolution No 119 adopted on May 2, 2011 on Approval of Regulation 10/02 "Prudential Standards of Management Company, Sizes Thereof (Including Minimum Size of Mandatory Holding of Management Company in Each Investment Fund under Management of Management Company), Minimum Size of Infringement of Prudential Standards, Which are Grounds for Revocation of License (Permission) of Management Company"	Regulation 10/02 PA
Republic of Armenia Central Bank Board Resolution No. 39 adopted on February 9, 2007 on Approval of Regulation 2 "Regulation of Banking, Prudential Standards for Banking" (в ред. от 11 августа 2015 г.)	Regulation 2 PA
Republic of Armenia Central Bank Board Resolution No. 44-N adopted on 12 February, 2008 on Approval of Regulation 4/02 'Prudential Standards, Their Limits, Calculation, Composition of Elements in Calculation, the Extent of Breaches of Stated Prudential Standards of Investment Companies'	Regulation 4/02 PA
Правила листинга и допуска к торгам Армянской фондовой биржи (в ред. от 12 декабря 2013 г.)	Правила листинга NASDAQ OMX РА
Беларусь	
<i>Стратегические и концептуальные документы (стратегии, концепции, основные направления и др.)</i>	
Указ Президента Республики Беларусь от 18 декабря 2015 г. № 505 «Об утверждении Основных направлений денежно-кредитной политики Республики Беларусь на 2016 год»	
Указ Президента Республики Беларусь от 1 декабря 2014 г. № 551 «Об утверждении Основных направлений денежно-кредитной политики Республики Беларусь на 2015 год»	
Национальная стратегия устойчивого социально-экономического развития Республики Беларусь на период до 2030 г., одобрена на заседании Президиума Совета Министров Республики Беларусь 10 февраля 2015 г.	Стратегия развития 2030 РБ
Основные направления социально-экономического развития Республики Беларусь на 2006—2015 гг., утверждены постановлением Совета Министров Республики Беларусь от 4 ноября 2006 г. № 1475	
Программа деятельности Правительства Республики Беларусь на 2015 год, утверждена постановлением Совета Министров Республики Беларусь от 18 февраля 2015 г. № 110	Программа Правительства 2015 РБ

Нормативный акт / документ	Сокращенное наименование
Программа деятельности Правительства Республики Беларусь на 2011—2015 годы, утверждена постановлением Совета Министров Республики Беларусь от 18 февраля 2011 г. № 216 (в ред. 30 июня 2014 г. № 630)	Программа Правительства 2011—2015 РБ
Стратегия привлечения прямых иностранных инвестиций в Республику Беларусь на период до 2015 года, утверждена постановлением Совета Министров Республики Беларусь и Национального банка Республики Беларусь от 18 января 2012 г. № 51/2	
Постановление Совета Министров Республики Беларусь и Национального банка Республики Беларусь от 12 апреля 2011 г. № 482/10 «О Программе развития рынка ценных бумаг Республики Беларусь на 2011—2015 годы»	Постановление № 482/10 РБ
Республиканская программа развития страховой деятельности на 2011—2015 годы, утверждена постановлением Совета Министров Республики Беларусь от 20 мая 2011 г. № 631 (в ред. 26 ноября 2013 г.)	Программа страхования 2011—2015 от 2011 РБ
Проект Концепции развития сферы услуг в Республике Беларусь на 2015—2020 годы	Проект_услуги 2015—2020 РБ
Стратегия развития банковского сектора экономики Республики Беларусь на 2011—2015 годы, одобрена постановлением Правления Национального банка Республики Беларусь 3 марта 2011 г. № 73	Стратегия банковского сектора 2011—2015 РБ
Программа социально-экономического развития Республики Беларусь на 2011—2015 гг., утверждена Указом Президента Республики Беларусь от 11 апреля 2011 г. № 136	Программа развития 2011—2015 РБ
<i>Нормативные правовые акты в области регулирования на финансовом рынке</i>	
Закон Республики Беларусь от 8 июля 2008 г. № 369-З «О гарантированном возмещении банковских вкладов (депозитов) физических лиц»	Закон о гарантированном возмещении вкладов РБ
Закон Республики Беларусь от 5 января 2015 г. № 231-З «О рынке ценных бумаг»	Закон о рынке ценных бумаг РБ
Указ Президента Республики Беларусь от 28 апреля 2006 г. № 277 «О некоторых вопросах регулирования рынка ценных бумаг» (в ред. от 4 марта 2013 г.)	Указ Президента РБ № 277
Инструкция о порядке совершения сделок с ценными бумагами на территории Республики Беларусь, утвержденная постановлением Министерства финансов Республики Беларусь от 12 сентября 2006 г. № 112 «О регулировании рынка ценных бумаг»	Инструкция Минфина РБ № 112
Инструкция о некоторых вопросах выпуска и государственной регистрации ценных бумаг, утвержденная постановлением Министерства финансов Республики Беларусь от 11 декабря 2009 г. № 146 (в ред. от 30 июня 2012 г.)	Инструкция Минфина РБ № 146

Нормативный акт / документ	Сокращенное наименование
Инструкция об организации корпоративного управления банком, небанковской кредитно-финансовой организацией, утвержденная постановлением Правления Национального банка Республики Беларусь от 30 октября 2012 г. № 557 (в ред. от 1 октября 2013 г.)	
Постановление Министерства финансов Республики Беларусь от 11 ноября 2009 г. № 139 «Об установлении финансовых требований к профессиональным участникам рынка ценных бумаг и квалификационных требований к их руководителям и сотрудникам» (в ред. от 30 ноября 2010 г.)	Постановление № 139 РБ
Постановление Правления Национального банка Республики Беларусь от 28 сентября 2006 г. № 137 «Об утверждении Инструкции о нормах безопасного функционирования для банков и небанковских кредитно-финансовых организаций» (в ред. от 4 сентября 2015 г.)	Постановление № 137 РБ
Правила листинга ценных бумаг в ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа» от 5 марта 2009 г. (в ред. от 26 января 2015 г.)	Правила листинга ОАО «БВФБ»
Казахстан	
<i>Стратегические и концептуальные документы (стратегии, концепции, основные направления и др.)</i>	
Указ Президента Республики Казахстан от 17 января 2014 г. № 732 «Концепция по вхождению Казахстана в число тридцати самых развитых государств мира»	Концепция 30 РК
Государственная программа по индустриально-инновационному развитию Республики Казахстан на 2015—2019 годы, утверждена Указом Президента Республики Казахстан от 1 августа 2014 г. № 874	
Постановление Правительства Республики Казахстан от 24 апреля 2014 г. № 396 «Об утверждении Концепции социального развития Республики Казахстан до 2030 года и Плана социальной модернизации на период до 2016 года» (в ред. от 10 августа 2015 г.)	
Постановление Правительства Республики Казахстан от 29 июня 2011 г. № 731 «Об утверждении программы по развитию ГЧП в Республике Казахстан на 2011—2015 гг.»	
Постановление Правительства Республики Казахстан от 31 марта 2014 г. № 280 «Об утверждении комплексного плана приватизации на 2014—2016 гг.» (в ред. от 2 июля 2014 г.)	
Постановление Правительства Республики Казахстан от 27 августа 2014 г. № 954 «Концепция развития финансового сектора Республики Казахстан до 2030 года»	Концепция 2030 РК
Прогноз социально-экономического развития Республики Казахстан на 2016—2020 годы, одобрен на заседании Правительства Республики Казахстан (протокол № 35 от 29 августа 2015 г.)	Прогноз 2016—2020 РК

Нормативный акт / документ	Сокращенное наименование
Прогноз социально-экономического развития Республики Казахстан на 2015—2019 годы, одобрен на заседании Правительства Республики Казахстан (протокол № 37 от 27 августа 2014 г., протокол № 48 от 4 ноября 2014 г., протокол № 50 от 14 ноября 2014 г.)	Прогноз 2015—2019 РК
Совместное заявление Правительства РК и Национального банка Республики Казахстан об основных направлениях экономической политики на 2015 год, одобрено постановлением Правления Национального банка Республики Казахстан от 24 декабря 2014 г. № 1370	
Стратегический план Национального банка Республики Казахстан на 2014—2018 годы, утвержденный приказом руководителя Администрации Президента Республики Казахстан от 15 декабря 2014 года № 01-38.67 (в ред. от 30 января 2015 г.)	План ЦБ РК
Основные направления денежно-кредитной политики Республики Казахстан на 2015 год, одобрены постановлением Правления Национального банка Республики Казахстан от 25 февраля 2015 г. № 30	
<i>Нормативные правовые акты в области регулирования на финансовом рынке</i>	
Конституционный закон Республики Казахстан от 7 декабря 2015 г. № 438-V «О Международном финансовом центре «Астана»	Закон о МФЦ РК
Закон Республики Казахстан от 13 мая 2003 г. № 415-II «Об акционерных обществах» (в ред. от 27 апреля 2015 г.)	Закон об акционерных обществах РК
Закон Республики Казахстан от 2 июля 2003 г. № 461-II «О рынке ценных бумаг» (в ред. от 27 апреля 2015 г.)	Закон о рынке ценных бумаг РК
Закон Республики Казахстан от 7 июля 2006 г. № 169 «Об обязательном гарантировании депозитов, размещенных в банках второго уровня Республики Казахстан» (в ред. от 27 апреля 2015 г.)	Закон о гарантировании депозитов РК
Указ Президента Республики Казахстан от 1 февраля 2010 г. № 922 «О Стратегическом плане развития Республики Казахстан до 2020 года»	Указ № 922 РК
Указ Президента Республики Казахстан от 19 мая 2015 г. № 24 «О Международном финансовом центре «Астана»	Указ № 24 РК
Постановление Правительства Республики Казахстан от 30 мая 2015 г. № 393 «Об утверждении Плана совместных действий Правительства Республики Казахстан и Национального банка Республики Казахстан по созданию и развитию Международного финансового центра «Астана» на долгосрочную перспективу»	Постановление № 393 РК
Постановление Правительства Республики Казахстан от 30 января 2009 г. № 90 «Об утверждении Плана развития регионального финансового центра города Алматы до 2015 года»	Постановление № 90 РК
Постановление Правления Национального банка Республики Казахстан от 6 мая 2014 г. № 79 «О внесении изменений и дополнений в некоторые нормативные правовые акты по вопросам регулирования банковской деятельности»	Постановление № 79 РК

Нормативный акт / документ	Сокращенное наименование
Постановление Правления Национального банка Республики Казахстан от 27 августа 2014 г. № 169 «Об установлении лимитов на проведение банковских операций по приему депозитов, открытию и ведению банковских счетов физических лиц»	Постановление № 169 РК
Постановление Правления Национального банка Республики Казахстан от 16 июля 2014 г. № 146 «Об установлении пруденциального норматива для организаций, осуществляющих брокерскую и (или) дилерскую деятельность на рынке ценных бумаг, утверждении Правил расчета пруденциального норматива для организаций, осуществляющих брокерскую и (или) дилерскую деятельность на рынке ценных бумаг»	Постановление № 146 РК
Постановление Правления Национального банка Республики Казахстан от 28 апреля 2012 г. № 168 «О минимальном размере уставного капитала заявителя (лицензиата)»	Постановление № 168 РК
Постановление Правления Национального банка Республики Казахстан от 27 августа 2013 г. № 236 «Об утверждении Перечня пруденциальных нормативов, их нормативных значений и методики расчетов для добровольных накопительных пенсионных фондов, а также форм и сроков представления отчетности»	Постановление № 236 РК
Постановление Правления Агентства Республики Казахстан по регулированию и надзору финансового рынка и финансовых организаций от 29 марта 2010 г. № 41 «Об утверждении Правил расчета пруденциальных нормативов для организатора торгов» (в ред. от 24 декабря 2014 г.)	Постановление № 41 РК
Постановление Правления Агентства Республики Казахстан по регулированию и надзору финансового рынка и финансовых организаций от 30 июля 2005 г. № 269 «Об утверждении Правил государственной регистрации выпуска негосударственных облигаций и рассмотрения отчетов об итогах размещения и погашения облигаций, аннулирования выпуска облигаций» (в ред. от 24 декабря 2014 г.)	Постановление Агентства РК № 269
Постановление Правления Агентства Республики Казахстан по регулированию и надзору финансового рынка и финансовых организаций от 30 июля 2005 г. № 268 «Об утверждении Правил государственной регистрации выпуска объявленных акций, утверждения отчета об итогах размещения акций и аннулирования выпуска акций» (в ред. от 24 декабря 2014 г.)	Постановление № 268 РК
Постановление Правительства Республики Казахстан от 21 июня 2013 г. № 643 «Об утверждении Комплексного плана работ по внедрению стандартов корпоративного управления стран Организации экономического сотрудничества и развития и дальнейшему улучшению инвестиционного бизнес-климата в рамках Таможенного союза» (с учетом проекта постановления Правительства Республики Казахстан 2014 г. о внесении изменений)	

Нормативный акт / документ	Сокращенное наименование
Типовой кодекс корпоративного управления (для акционерных обществ с государственным участием), утвержден Приказом заместителя премьер-министра Республики Казахстан — министра экономики и бюджетного планирования от 17 мая 2007 г. № 86	
Листинговые правила от 9 сентября 2009 г. (с изменениями и дополнениями по состоянию на 24 июля 2015 г.)	Правила листинга KASE
Кыргызстан	
<i>Стратегические и концептуальные документы (стратегии, концепции, основные направления и др.)</i>	
Национальная стратегия устойчивого развития Кыргызской Республики на период 2013—2017 годы, утвержденная Указом Президента Кыргызской Республики от 21 января 2013 г. № 11	
Концепция развития страхового рынка в Кыргызской Республике на 2013—2017 годы, утвержденная постановлением Правительства Кыргызской Республики от 15 апреля 2013 г. № 194	Концепция страхования 2013—2017 КР
Программа по переходу Кыргызской Республики к устойчивому развитию на 2013—2017 годы, одобренная постановлением Правительства Кыргызской Республики от 30 апреля 2013 г. № 128 (с приложениями)	Программа развития 2013—2017 КР
Прогноз социально-экономического развития Кыргызской Республики на 2016 год и 2017—2018 годы, утвержден постановлением Правительства Кыргызской Республики от 12 июня 2015 г. № 354	Прогноз 2016—2018 КР
Постановление Жогорку Кенеша Кыргызской Республики от 29 июня 2015 г. № 5408-V «Об утверждении Программы приватизации государственной собственности в Кыргызской Республике на 2015—2017 годы»	
Основные направления денежно-кредитной политики на 2014—2017 годы, одобренные постановлением Правления Национального банка Кыргызской Республики от 4 декабря 2013 г. № 48/2	
Основные направления развития банковского сектора на период 2014—2017 гг., одобренные постановлением Правления Национального банка Кыргызской Республики от 20 декабря 2013 г. № 51/8	Направления_банки 2014—2017 КР
Schedule of specific Commitments in Services GATS/SC/125 22/04/1999 (99-1644))	GATS/SC/125
<i>Нормативные правовые акты в области регулирования на финансовом рынке</i>	
Закон Кыргызской Республики от 24 июля 2009 г. № 251 «О рынке ценных бумаг»	Закон о рынке ценных бумаг КР
Закон Кыргызской Республики от 27 марта 2003 г. № 64 «Об акционерных обществах» (в ред. от 22 мая 2015 г.)	Закон об акционерных обществах КР
Закон Кыргызской Республики от 9 августа 2012 г. № 161 «О Государственном банке развития Кыргызской Республики»	

Нормативный акт / документ	Сокращенное наименование
Закон Кыргызской Республики от 7 мая 2008 г. № 78 «О защите банковских вкладов (депозитов)» (в ред. от 14 июля 2015 г.)	Закон о защите вкладов КР
Национальная стратегия устойчивого развития Кыргызской Республики на период 2013—2017 гг., утвержденная Указом Президента Кыргызской Республики от 21 января 2013 г. № 11	Национальная стратегия КР
Положение о порядке регистрации выпуска акций, условий публичного предложения акций, проспекта и итогов выпуска акций, утвержденное постановлением Правительства Кыргызской Республики от 31 мая 2011 г. № 265 (в ред. от 11 апреля 2014 г.)	Положение о выпуске акций № 256 КР
Положение о выпуске и обращении облигаций в Кыргызской Республике, утверждено постановлением Правительства Кыргызской Республики от 1 июня 2011 г. № 275	Положение о выпуске № 275 КР
Постановление Правительства Кыргызской Республики от 15 августа 2011 г. № 467 «Положение о нормативных показателях достаточности собственных средств, устанавливаемых для профессиональных участников рынка ценных бумаг»	Постановление № 467 КР
Правила совершения сделок с ценными бумагами в Кыргызской Республике, утвержденные постановлением Правительства Кыргызской Республики от 17 октября 2011 г. № 647 (в ред. от 2 июля 2015 г.)	Правила Правительства КР № 647
Постановление Правительства Кыргызской Республики от 23 декабря 2014 г. № 723 «О минимальном размере уставного капитала накопительных пенсионных фондов»	Постановление № 723 КР
Постановление Правления Национального банка Кыргызской Республики от 11 марта 2015 г. № 16/1 «О минимальном размере уставного капитала коммерческих банков» (в ред. от 24 июня 2015 г.)	Постановление № 16/1 КР
Постановление Исполнительного совета Госфиннадзора от 18 декабря 2012 г. № 36 «Об утверждении кодекса корпоративного управления в Кыргызской Республике»	
Правила Листинга ценных бумаг ЗАО «Кыргызская фондовая биржа» от 24 июля 2014 г.	Правила листинга КФБ
Россия	
<i>Стратегические и концептуальные документы (стратегии, концепции, основные направления и др.)</i>	
Указ Президента РФ от 7 мая 2012 г. № 596 «О долгосрочной государственной экономической политике»	Указ № 596 РФ
Государственная программа Российской Федерации «Управление государственными финансами и регулирование финансовых рынков» (Приложение 1; паспорт подпрограммы 7), утверждена постановлением Правительства РФ от 15 апреля 2014 г. № 320	Госпрограмма № 320 РФ
Концепция долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации до 2020 г., утверждена решением Правительства РФ от 17 ноября 2008 г. № 1662-р (в ред. от 8 августа 2009 г.)	Концепция 2020 РФ

Нормативный акт / документ	Сокращенное наименование
Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года, утверждена распоряжением Правительства РФ от 29 декабря 2008 г. № 2043-р	Стратегия финансового рынка 2020 РФ
Распоряжение Правительства РФ от 1 июня 2013 г. № 1111-р «Об утверждении прогнозного плана (программы) приватизации федерального имущества на 2014—2016 гг.»	
Стратегия развития страховой деятельности в Российской Федерации до 2020 г., утверждена распоряжением Правительства РФ от 22 июля 2013 г. № 1293-р	Стратегия страховой деятельности 2020 РФ
План мероприятий («дорожная карта») «Создание Международного финансового центра и улучшение инвестиционного климата в Российской Федерации», утвержден распоряжением Правительства РФ от 19 июня 2013 г. № 1012-р	
Заявление Правительства РФ № 1472п-П13, Банка России № 01-001/1280 от 5 апреля 2011 г. «О Стратегии развития банковского сектора Российской Федерации на период до 2015 года»	Стратегия — банки РФ
Основные направления бюджетной политики на 2015 год и на плановый период 2016 и 2017 годов (опубликован на официальном сайте Министерства финансов РФ по состоянию на 11 июля 2014 г.)	
Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2015 год и период 2016 и 2017 годов, утверждены Банком России, одобрено Советом директоров Банка России 6 ноября 2014 г.	
Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2016 год и период 2017 и 2018 годов (Проект), одобрено Советом директоров Банка России 14 октября 2015 г.	ОНЕДКП 2016—2018 РФ
Основные направления развития и обеспечения стабильности функционирования финансового рынка Российской Федерации на период 2016—2018 годов (проект). Банк России. Декабрь 2015 г.	ОН ФР (проект) 2016—2018 РФ
Доклад о результатах и основных направлениях деятельности на 2013—2015 годы. Федеральная служба по финансовым рынкам, 2012 г.	
Перечень специфических обязательств Российской Федерации по услугам (перевод с англ. GATS/SC/149 5/11/2012 (12-6085))	GATS/SC/149
<i>Нормативные правовые акты в области регулирования на финансовом рынке</i>	
Налоговый кодекс Российской Федерации (часть вторая) от 5 августа 2000 г. № 117-ФЗ	НК РФ
Федеральный закон от 2 декабря 1990 г. № 395-1 «О банках и банковской деятельности» (в ред. от 29 декабря 2014 г.)	Закон о банках РФ
Федеральный закон от 7 мая 1998 г.; № 75-ФЗ «О негосударственных пенсионных фондах» (в ред. от 30 декабря 2015 г.)	75-ФЗ РФ

Приложения

Нормативный акт / документ	Сокращенное наименование
Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (в ред. от 30 декабря 2015 г.)	Закон о рынке ценных бумаг РФ
Федеральный закон от 23 декабря 2003 г. № 177-ФЗ «О страховании вкладов физических лиц в банках Российской Федерации» (в ред. от 13 июля 2015 г.)	Закон о страховании вкладов РФ
Федеральный закон от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» (в ред. от 29 декабря 2015 г.)	Закон об акционерных обществах РФ
Федеральный закон от 21 ноября 2011 г. № 325-ФЗ «Об организованных торгах»	
Указание Банка России от 19 июля 2016 г. № 4075-У «О требованиях к собственным средствам управляющих компаний инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов и соискателей лицензии управляющей компании»	Указание № 4075-У
Указание Банка России от 21 июля 2014 г. № 3329-У «О нормативах достаточности собственных средств профессиональных участников рынка ценных бумаг и управляющих компаний инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов»	Указание № 3329-У РФ
Положение о порядке выдачи Банком России разрешения на размещение и (или) организацию обращения эмиссионных ценных бумаг российских эмитентов за пределами Российской Федерации, утверждено Банком России 13 октября 2014 г. № 436-П	
Приказ ФСФР РФ от 13 августа 2009 г. № 09-32/пз-н «Об утверждении требований к размеру и порядку расчета собственных средств акционерного инвестиционного фонда»	Приказ 09-32/пз-н РФ
Правила листинга ЗАО «ФБ ММВБ» (в ред. от 26 августа 2015 г.)	Правила листинга МФБ

Перечень международных документов и их сокращенных наименований

Документы международных организаций

1. Статьи соглашения Международного валютного фонда с поправками от 28 апреля 2008 г. (Перевод на русский язык (с) 2011 Международный Валютный Фонд) / <https://www.imf.org/external/pubs/ft/aa/rus/index.pdf> (Устав МВФ).
2. General Agreement on Trade in Services, Annex on Financial Services. — P. 308 2-а (приложения к Договору ВТО о свободной торговле — ГАТС ВТО).
3. Решение Совета ОЭСР «О принятии Кодекса либерализации движения капиталов», 12 декабря 1961 г. — oecd/c (61)96, с изменениями от 15 апреля 1993 г. — C(93)139/FINAL (Кодекс либерализации движения капиталов ОЭСР).
4. Решение Совета ОЭСР «О принятии Кодекса либерализации текущих невидимых операций», 12 декабря 1961 г. — OECD/C(61)95, с поправками от 29 марта 1993 г. — C(93)12 FINAL (Кодекс либерализации невидимых операций ОЭСР).
5. Решение Совета ОЭСР «О принятии Принципов корпоративного управления», 26—27 мая 1999 г. с поправками 2004 г. (Принципы корпоративного управления ОЭСР).
6. Международные стандарты достаточности капитала банков (Базель II—III) (International Standards on Capital Adequacy, BCBS), в том числе Стандарты капитала Базель II (Basel II: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: a Revised Framework, Comprehensive Version. BSBS, BIS, June 2006); Дополнения к стандартам капитала Базель II (Enhancements to the Basel II Framework. BCBS, BIS, July 2009) вместе с пакетом стандартов и рекомендаций BIS, относящихся к отдельным аспектам формирования капитальной базы в рамках Basel II; Стандарты капитала Базель III (Basel III: A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems. BCBS) вместе с пакетом стандартов и рекомендаций BIS, относящихся к отдельным аспектам формирования капитальной базы в рамках Basel III.
7. основополагающие принципы эффективного банковского регулирования (сентябрь 1997/ октябрь 2006/ сентябрь 2012) (Core Principles for Effective Banking Supervision, BCBS).
8. Цели и принципы регулирования фондовых рынков (1998 г./ июнь 2010 г.) (Objectives and Principles of Securities Regulation, IOSCO).
9. Принципы для инфраструктурных организаций финансового рынка (апрель 2012 г.) (Principles of Financial Market Infrastructures, CPSS-IOSCO).

Нормативные правовые акты Европейского союза в области гармонизации регулирования на финансовом рынке

Нормативные правовые акты в области регулирования банковского сектора

10. Council Directive 73/183/EEC of 28 June 1973 on the Abolition of Restrictions on Freedom of Establishment and Freedom to Provide Services in Respect of Self-Employed Activities of Banks and Other Financial Institutions.
11. First Council Directive 77/780/EEC of 12 December 1977 on the Coordination of the Laws, Regulations and Administrative Provisions Relating to the Taking Up and Pursuit of the Business of Credit Institutions.

12. Council Directive 83/350/EEC of 13 June 1983 on the Supervision of Credit Institutions on a Consolidated Basis.
13. Council Directive 89/299/EEC of 17 April 1989 on the Own Funds of Credit Institutions.
14. Council Directive 89/647/EEC of 18 December 1989 on a Solvency Ratio for Credit Institutions.
15. Second Council Directive 89/646/EEC of 15 December 1989 on the Coordination of Laws, Regulations and Administrative Provisions relating to the Taking Up and Pursuit of the Business of Credit Institutions and Amending Directive 77/780/EEC.
16. Council Directive 92/30/EEC of 6 April 1992 on the Supervision of Credit Institutions on a Consolidated Basis.
17. Council Directive 92/121/EEC of 21 December 1992 on the Monitoring and Control of Large Exposures of Credit Institutions.
18. Directive 94/19/EC of the European Parliament and of the Council of 30 May 1994 on Deposit-Guarantee Schemes (DGS 1994).
19. Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council of 20 March 2000 Relating to the Taking Up and Pursuit of the Business of Credit Institutions.
20. Directive 2001/24/EC of the European Parliament and the Council of 4 April 2001 on the Reorganization and Winding Up of Credit Institutions.
21. European Parliament and Council Directive 2002/87/EC of 16 December 2002 on the Supplementary Supervision of Credit Institutions, Insurance Undertakings and Investment Firms in a Financial Conglomerate and amending Council Directives 73/239/EEC, 79/267/EEC, 92/49/EEC, 92/96/EEC, 93/6/EEC, 93/22/EEC, 98/78/EC and 2000/12/EC.
22. Directive 2006/48/EC of the European Parliament and of the Council of 14 June 2006 Relating to the Taking Up and Pursuit of the Business of Credit Institutions (Recast) (CRD 1).
23. Directive 2006/49/EC of the European Parliament and of the Council of 14 June 2006 on the Capital Adequacy of Investment Firms and Credit Institutions (CRD 2).
24. Directive 2009/111/EC of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009 amending Directives 2006/48/EC, 2006/49/EC and 2007/64/EC as regards Banks affiliated to Central Institutions, Certain Own Funds Items, Large Exposures, Supervisory Arrangements and Crisis Management (CRD 2).
25. Directive 2009/27/EC of 7 April 2009 Amending Certain Annexes to Directive 2006/49/EC of the European Parliament and of the Council as regards Technical Provisions Concerning Risk Management (CRD 2).
26. Directive 2009/83/EC of 27 July 2009 Amending Certain Annexes to Directive 2006/48/EC of the European Parliament and of the Council as Regards Technical Provisions Concerning Risk Management (CRD 2).
27. Directive 2009/14/EC of the European Parliament and of the Council of 11 March 2009 Amending Directive 94/19/EC on Deposit-Guarantee Schemes as regards the Coverage Level and the Payout Delay (DGS 2009).
28. Directive 2010/76/EU of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 Amending Directives 2006/48/EC and 2006/49/EC as Regards Capital Requirements for the Trading Book and for Re-Securitisations, and the Supervisory Review of Remuneration Policies (CRD 3).
29. Directive 2013/36/EU of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on the Access to the Activity of Credit Institutions and the Prudential Supervision of Credit

- Institutions and Investment Firms and Amending Directive 2002/87/EC and repealing Directives 2006/48/EC and 2006/49/EC (CRD 4).
30. Regulation (EU) No 575/2013 of the European Parliament and of the Council on Prudential Requirements for Credit Institutions and Investment Firms and Amending Regulation (EU) No 648/2012 (CRD 4).
 31. Council Regulation (EU) No 1024/2013 of 15 October 2013 conferring Specific Tasks on the European Central Bank Concerning Policies Relating to the Prudential Supervision of Credit Institutions.
 32. Directive 2014/49/EU of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on Deposit Guarantee Schemes (recast) (DGS 2014).
 33. Directive 2014/59/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 establishing a Framework for the Recovery and Resolution of Credit Institutions and Investment Firms and Amending Council Directive 82/891/EEC, and Directives 2001/24/EC, 2002/47/EC, 2004/25/EC, 2005/56/EC, 2007/36/EC, 2011/35/EU, 2012/30/EU and 2013/36/EU, and Regulations (EU) No 1093/2010 and (EU) No 648/2012, of the European Parliament and of the Council (BRRD).
 34. Regulation (EU) No 806/2014 of the European Parliament and of the Council of 15 July 2014 Establishing Uniform Rules and a Uniform Procedure for the Resolution of Credit Institutions and Certain Investment Firms in the Framework of a Single Resolution Mechanism and a Single Resolution Fund and amending Regulation (EU) No 1093/2010 (SRM Regulation).
 35. Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) 806/2014 in order to establish a European Deposit Insurance Scheme (EDIS).

Нормативные правовые акты в области регулирования рынка ценных бумаг

36. Council Directive 79/279/EEC of 5 March 1979 Coordinating the Conditions for the Admission of Securities to Official Stock Exchange Listing.
37. Council Directive 80/390/EEC of 17 March 1980 Coordinating the Requirements for the Drawing up, Scrutiny and Distribution of the Listing Particulars to be Published for the Admission of Securities to Official Stock Exchange Listing.
38. Council Directive 82/121/EEC of 15 February 1982 on Information to be Published on a Regular Basis by Companies the Shares of Which Have Been Admitted to Official Stock Exchange Listing.
39. Council Directive 85/611/EEC of 20 December, 1985 on the Coordinating of Laws, Regulations and Administrative Provisions relating to Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS I).
40. Council Directive 87/345/EEC of 22 June 1987 amending Directive 80/390/EEC Coordinating the Requirements for the Drawing-Up, Scrutiny and Distribution of the Listing Particulars to be Published for the Admission of Securities to Official Stock Exchange Listing.
41. Council Directive 88/627/EEC of 12 December 1988 on the Information to Be Published When a Major Holding in a Listed Company is Acquired or Disposed of.
42. Council Directive 89/298/EEC of 17 April 1989 Coordinating the Requirements for the Drawing-up, Scrutiny and Distribution of the Prospectus to be Published When Transferable Securities are Offered to the Public (Prospectus Directive 1989).

43. Council Directive 89/592/EEC of 13 November 1989 Coordinating Regulations on Insider Dealing.
44. Council Directive 90/211 of 23 April 1990 amending Directive 80/390/EEC in Respect of the Mutual Recognition of Public-Offer Prospectuses as Stock-Exchange Listing Particulars (Mutual Recognition 1990).
45. Council Directive 93/22/EEC of 10 May 1993 on Investment Services in the Securities Field (ISD).
46. Council Directive 93/6/EEC of 15 March 1993 on the Capital Adequacy of Investments Firms and Credit Institutions (CAD).
47. Directive 97/9/EC of the European Parliament and of the Council of 3 March 1997 on Investor-Compensation Schemes (ISCD).
48. Directive 98/26/EC of the European Parliament and of the Council of 19 May 1998 on Settlement Finality in Payment and Securities Settlement Systems.
49. Directive 2001/34/EC of the European Parliament and of the Council on the Admission of Securities to Official Stock Exchange Listings and on Information to be Published on Those Securities (Admission Directive).
50. Directive 2001/107/EC of the European Parliament and of the Council of 21 January 2002 amending Council Directive 85/611/EEC on the Coordination of Laws, Regulations and Administrative Provisions Relating to Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) With a View to Regulating Management Companies and Simplified Prospectuses (UCITS III).
51. Directive 2001/108/EC of the European Parliament and of the Council of 21 January 2002 amending Council Directive 85/611/EEC on the coordination of Laws, Regulations and Administrative Provisions Relating to Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS), with regard to Investments of UCITS (UCITS III).
52. Directive 2002/47/EC of the European Parliament and of the Council of 6 June 2002 on Financial Collateral Arrangements.
53. Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council of 4 November 2003 on the Prospectus to Be Published When Securities are Offered to the Public or Admitted to Trading (Prospectus Directive 2003).
54. Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on Insider Dealing and Market Manipulation (MAD 2003).
55. Directive 2003/41/EC of the European Parliament and of the Council of 3 June 2003 on the Activities and Supervision of Institutions for Occupational Retirement Provision (IORP Directive).
56. Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15 December 2004 on the Harmonisation of Transparency Requirements in Relation to Information About Issuers Whose Securities are Admitted to Trading on a Regulated Market (Transparency Directive 2004).
57. Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 Markets in Financial Instruments (MiFID).
58. European Code of Conduct for Clearing and Settlement, 7 of November 2006.
59. Regulation (EC) No 1060/2009 of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009 on Credit Rating Agencies (CRA I).
60. Directive 2009/44/EC of the European Parliament and of the Council of 6 May 2009 amending Directive 98/26/EC on Settlement Finality in Payment and Securities Settlement

Systems and Directive 2002/47/EC on Financial Collateral Arrangements as regards Linked Systems and Credit Claims.

61. Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council of 13 July 2009 on the Coordination of Laws, Regulations and Administrative Provisions Relating to Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS IV).
62. Commission Regulation (EU) No 583/2010 of 1 July 2010 Implementing Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council as Regards Key Investor Information and Conditions to be met when Providing Key Investor Information or the Prospectus in a Durable Medium other than Paper or by Means of a Website (UCITS IV).
63. Commission Regulation (EU) No 584/2010 of 1 July 2010 Implementing Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council as Regards the Form and Content of the Standard Notification Letter and UCITS Attestation, the Use of Electronic Communication between Competent Authorities for the Purpose of Notification, and Procedures for On-The-Spot Verifications and Investigations and the Exchange of Information between Competent Authorities (UCITS IV).
64. Directive 2010/73/EU of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 amending Directives 2003/71/EC on the Prospectus to be Published when Securities are Offered to the Public or admitted to Trading and 2004/109/EC on the Harmonisation of Transparency Requirements in relation to Information about Issuers whose Securities are admitted to Trading on a Regulated Market (Prospectus Directive 2010).
65. Regulation (EU) No 513/2011 of the European Parliament and of the Council of 11 May 2011 amending Regulation (EC) No 1060/2009. Regulation (EU) No 513/2011 (CRA II).
66. Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2003/41/EC and 2009/65/EC and Regulations (EC) No 1060/2009 and (EU) No 1095/2010 (AIFMD).
67. Regulation (EU) of the European Parliament and of the Council of 4 July 2012 № 648/2012 on OTC Derivatives, CCPs and Trade Repositories (EMIR).
68. Regulation (EU) No 236/2012 of the European Parliament and the Council of 14 March 2012 on Short Selling and Certain Aspects of Credit Default Swaps.
69. Directive 2013/14/EU of the European Parliament and of the Council of 21 May 2013 amending Directive 2003/41/EC on the Activities and Supervision of Institutions for Occupational Retirement Provision, Directive 2009/65/EC on the Coordination of Laws, Regulations and Administrative Provisions Relating to Undertakings For Collective Investment In Transferable Securities (UCITS) and Directive 2011/61/EU on Alternative Investment Funds Managers in Respect of Over-Reliance on Credit Ratings.
70. Regulation (EU) No 345/2013 of the European Parliament and of the Council of 17 April 2013 on European Venture Capital Funds.
71. Proposal for a Regulation of The European Parliament and of the Council on Money Market Funds. COM/2013/0615 final — 2013/0306 (COD).
72. Regulation (EU) No 462/2013 of the European Parliament and of the Council of 21 May 2013 amending Regulation (EC) No 1060/2009 on Credit Rating Agencies.
73. Directive 2013/50/EU of the European Parliament and of the Council of 22 October 2013 amending Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council on the Harmonisation of Transparency Requirements in Relation to Information about Issuers whose Securities are admitted to Trading on a Regulated Market, Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council on the Prospectus to be Published when Securities are Offered to the Public or Admitted to Trading and Commission Directive

2007/14/EC Laying Down Detailed Rules for the Implementation of Certain Provisions of Directive 2004/109/EC (Transparency Directive 2013).

74. Regulation (EU) No 909/2014 of the European Parliament and of the Council of 23 July 2014 on Improving Securities Settlement in the European Union and on Central Securities Depositories and amending Directives 98/26/EC and 2014/65/EU and Regulation (EU) No 236/2012 (CSDR).
75. Directive 2014/91/EU of the European Parliament and of the Council of 23 July 2014 amending Directive 2009/65/EC on the Coordination of Laws, Regulations and Administrative Provisions Relating to Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) as regards Depositary Functions, Remuneration Policies and Sanctions (UCITS V).
76. Directive 2014/57/EU of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on Criminal Sanctions for Market Abuse (MAD 2014).
77. Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on Market Abuse (Market Abuse Regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC (MAR).
78. Directive 2014/65/EU European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on Markets in Financial Instruments and Amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU (MiFID 2).
79. Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on Markets in Financial Instruments and Amending Regulation (EU) No 648/2012 on OTC Derivatives, Central Counterparties and Trade Repositories (MiFIR).
80. Regulation (EU) 2015/760 of the European Parliament and of the Council of 29 April 2015 on European Long-Term Investment Funds.

Нормативные правовые акты в области регулирования страхового сектора

81. Council Directive 72/166/EEC of 24 April 1972 on the Approximation of the Laws of Member States relating to Insurance against Civil Liability in respect of the use of Motor Vehicles, and to the Enforcement Of The Obligation to Insure against such Liability (First Motor Insurance Directive).
82. First Council Directive 73/239/EEC of 24 July 1973 on the Coordination of Laws, Regulations and Administrative Provisions relating to the Taking-up and Pursuit of the Business of Direct Insurance other than Life Assurance (First Non-Life Insurance Directive).
83. Council Directive 73/240/EEC of 24 July 1973 Abolishing Restrictions on Freedom of Establishment in the Business of Direct Insurance other than Life Assurance.
84. Council Directive 78/473/EEC of 30 May 1978 on the Coordination of Laws, Regulations and Administrative Provisions relating to Community Co-Insurance.
85. First Council Directive 79/267/EEC of 5 March 1979 on the Coordination of Laws, Regulations and Administrative Provisions relating to the Taking-up and Pursuit of the Business of Direct Life Assurance (First Life Insurance Directive).
86. Second Council Directive 84/5/EEC of 30 December 1983 on the Approximation of the Laws of the Member States relating to Insurance against Civil Liability in Respect of the Use of Motor Vehicles (Second Motor Insurance Directive).
87. Second Council Directive 88/357/EEC of 22 June 1988 on the Coordination of Laws, Regulations and Administrative Provisions relating to Direct Insurance other than Life

- Assurance and Laying down Provisions to Facilitate the Effective Exercise of Freedom to Provide Services and Amending Directive 73/239/EEC (Second Non-Life Insurance Directive).
88. Council Directive 90/619/EEC of 8 November 1990 on the Coordination of Laws, Regulations and Administrative Provisions relating to Direct Life Assurance, Laying down Provisions to Facilitate the Effective Exercise of Freedom to Provide Services and Amending Directive 79/267/EEC (Second Life Insurance Directive).
 89. Third Council Directive 92/49/EEC of 18 June 1992 on the Coordination of Laws, Regulations and Administrative Provisions relating to Direct Insurance other than Life Assurance and Amending Directives 73/239/EEC and 88/357/EEC (Third Non-Life Insurance Directive).
 90. Third Council Directive 92/96/EEC of 10 November 1992 on the Coordination of Laws, Regulations and Administrative Provisions relating to Direct Life Assurance and Amending Directives 79/267/EEC and 90/619/EEC (Third Life Insurance Directive).
 91. Directive 2000/26/EC of the European Parliament and of the Council of 16 May 2000 on the Approximation of the Laws of the Member States relating to Insurance against Civil Liability in respect of the Use of Motor Vehicles and amending Council Directives 73/239/EEC and 88/357/EEC (Fourth Motor Insurance Directive).
 92. Directive 2001/17/EC of the European Parliament and of the Council of 19 March 2001 on the Reorganisation and Winding-up of Insurance Undertakings.
 93. Directive 2002/12/EC of the European Parliament and of the Council of 5 March 2002 Amending Council Directive 79/267/EEC as regards the Solvency Margin Requirements for Life Assurance Undertakings (Solvency I).
 94. Directive 2002/13/EC of the European Parliament and of the Council of 5 March 2002 Amending Council Directive 73/239/EEC as regards the Solvency Margin Requirements for Non-Life Insurance Undertakings (Solvency I).
 95. Directive 2002/83/EC of the European Parliament and of the Council of 5 November 2002 concerning Life Assurance .
 96. Directive 2005/14/EC of the European Parliament and of the Council of 11 May 2005 amending Council Directives 72/166/EEC, 84/5/EEC, 88/357/EEC and 90/232/EEC and Directive 2000/26/EC of the European Parliament and of the Council relating to Insurance against Civil Liability in respect of the use of Motor Vehicles (Fifth Motor Insurance Directive).
 97. Directive 2009/103/EC of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009 relating to Insurance against Civil Liability in Respect of the Use of Motor Vehicles, and the Enforcement of the Obligation to Insure Against such Liability.
 98. Directive 2009/138/EC of the European Parliament and of the Council of 25 November 2009 on the Taking-Up and Pursuit of the Business of Insurance and Reinsurance (Solvency II).
 99. Directive 2014/51/EU of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 Amending Directives 2003/71/EC and 2009/138/EC and Regulations (EC) No 1060/2009, (EU) No 1094/2010 and (EU) No 1095/2010 in Respect of the Powers of the European Supervisory Authority (European Insurance and Occupational Pensions Authority) and the European Supervisory Authority (European Securities and Markets Authority).
 100. Directive 2016/97 of the European Parliament and of the Council of 20 January 2016 on Insurance Distribution (recast).

Документы АСЕАН в области интеграции на финансовом рынке

101. ASEAN Framework Agreement on Services (AFAS). December 1995 (Рамочное соглашение АСЕАН об услугах).
102. Bangkok Summit Declaration of 1995 (Декларация саммита АСЕАН). Bangkok. 15 December 1995.
103. Ministerial Understanding on ASEAN Cooperation in Finance. March 1997 (Соглашение министров о сотрудничестве в финансовой сфере).
104. ASEAN Vision 2020. Kuala Lumpur, Malaysia. 15 December 1997.
105. Package of Commitments on Financial Services under the ASEAN Framework Agreement on Services (1998—2015) (Пакеты обязательств по финансовым услугам по исполнению Рамочного соглашения АСЕАН об услугах).
106. ASEAN Framework Agreement on Mutual Recognition Arrangements. 1998 (Рамочное соглашение АСЕАН о соглашениях о взаимном признании 1998 г.).
107. Declaration of ASEAN Concord II, Bali Concord II. October 2003 (Декларация саммита АСЕАН — Соглашение Бали II).
108. Roadmap for Monetary and Financial Integration of ASEAN. 2003 (Дорожная карта монетарной и финансовой интеграции АСЕАН. 2003 г.).
109. Memorandum of Understanding to Provide Mutual Recognition of Market Professionals. Monetary Authority of Singapore and the Securities and Exchange Commission, Thailand. 2007 (Соглашение о взаимопонимании и взаимном признании квалификационных требований к профессиональным участникам рынка).
110. Cebu Declaration on the Acceleration of the Establishment of an ASEAN Community by 2015. January 2007 (Декларация Себу об ускорении создания Сообщества АСЕАН к 2015 г.).
111. Charter of the Association of Southeast Asian Nations. 20 November 2007 (Устав АСЕАН).
112. ASEAN Economic Community Blueprint. Ratified by Declaration on the ASEAN Economic Community Blueprint. Singapore. November 2007. (Attached to Roadmap an ASEAN Community 2009—2015 in March 2009) (Проект создания экономического сообщества АСЕАН).
113. Memorandum of Understanding to Form an ASEAN Electronic Trading Link. 2009 (Соглашение о взаимопонимании о создании электронного торгового хаба).
114. Roadmap an ASEAN Community 2009—2015. Ratified by Cha-am Hua Hin Declaration on the Roadmap for the ASEAN Community (2009-2015). Cha-am, Thailand. March 2009.
115. Implementation Plan to Promote the Development of an Integrated Capital Market to Achieve the Objectives of the AEC Blueprint. Endorsed at the 13th ASEAN Finance Ministers Meeting. Prepared by ASEAN Capital Market Forum. April 9, 2009 (План содействия развитию интегрированного рынка капитала для достижения целей Проекта создания экономического сообщества АСЕАН).
116. ASEAN and Plus Standards Scheme. June 2009. (In Effect before 2013 г.) (Стандарты раскрытия информации в отношении трансграничного предложения акций и простых долговых ценных бумаг по схеме «АСЕАН и плюс»).
117. Memorandum of Understanding on the Expedited Review Framework for Secondary Listings. Singapore, Thailand, Malaysia. March 2012 (Соглашение о взаимопонимании в отношении ускоренной процедуры оценки для проведения вторичного листинга).

118. ASEAN Disclosure Standards Scheme. 2013 (Схема стандартов раскрытия информации АСЕАН).
119. Memorandum of Understanding on Streamlined Authorisation Framework for Cross-Border Public Offers of ASEAN Collective Investment Schemes. October 2013 г. (Соглашение о взаимопонимании об ускорении процедур трансграничных предложений инструментов коллективного инвестирования).
120. Standards of Qualifying CIS. August 2014 (Стандарты квалификации коллективных инвестиционных схем).
121. Handbook for CIS Operators of ASEAN CISs. 25 August 2014 (Руководство для операторов коллективных инвестиционных схем АСЕАН).
122. Single Submission Form under ASEAN+3 Multi-Currency Bond Issuance Framework (Единая форма заявления на допуск к выпуску (обращению) облигаций для профессиональных (институциональных) инвесторов). 2015.
123. Handbook for Issuers Making Cross-Border Offers Using the ASEAN Disclosure Standards under the Streamlined Review Framework for the ASEAN Common Prospectus. September 2015 (Руководство для эмитентов, осуществляющих трансграничные предложения на основе стандартов раскрытия АСЕАН в соответствии с Концепцией одновременного рассмотрения стандартного проспекта).
124. Memorandum of Understanding to Establish a Streamlined Review Framework for the ASEAN Common Prospectus. March 2015 (Соглашение о взаимопонимании об ускоренной процедуре рассмотрения проспекта).
125. Memorandum of Understanding on Asia Regional Funds Passport (ARFP). September 2015 (Соглашение о взаимопонимании о Паспорте азиатских региональных фондов).
126. ASEAN Economic Community Blueprint 2025. November 2015.

Документы MILA в области интеграции на финансовом рынке

127. Cómo negociar en MILA. Lima. BVL. http://www.bvl.com.pe/mila/infografia_mila.pdf.
128. Cifras Mercados MILA Agosto 2014. MILA News, Septiembre 2014. № 35.
129. En enero se lanzará la primera oferta de acciones a través del MILA. Gestión, 19 de diciembre del 2013. <http://gestion.pe/economia/enero-se-lanzara-primera-oferta-acciones-traves-mila-2084032>.

Научное издание

**ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ ЕВРАЗИИ:
УСТРОЙСТВО, ДИНАМИКА, БУДУЩЕЕ**

Под редакцией
Миркина Якова Моисеевича

Издание не подлежит маркировке
в соответствии с п. 1 ч. 2 ст. 1 ФЗ № 436-ФЗ

Подписано в печать 14.12.2016. Формат 70×100¹/₁₆.
Печать цифровая. Гарнитура «Ньютон».
Усл. печ. л. 30,96. Тираж 300 экз. Заказ

ООО «Издательство «Магистр».
101000, Москва, Колпачный пер., 9А.
Тел.: (495) 621-62-95.
e-mail: magistr-book@mail.ru

Официальным дистрибьютором Издательства «МАГИСТР»
является ООО «Научно-издательский центр ИНФРА-М»:
127282, Москва, ул. Полярная, д. 31В, стр. 1
Тел.: (495) 280-15-96, 280-33-86. Факс: (495) 280-36-29
E-mail: books@infra-m.ru; www.infra-m.ru

По вопросам приобретения книг обращайтесь:
Отдел продаж «ИНФРА-М» (оптовая продажа):
127282, Москва, ул. Полярная, д. 31В, стр. 1
Тел. (495) 280-15-96; факс (495) 280-36-29
E-mail: books@infra-m.ru

Отдел «Книга–почтой»:
тел. (495) 280-15-96 (доб. 246)
