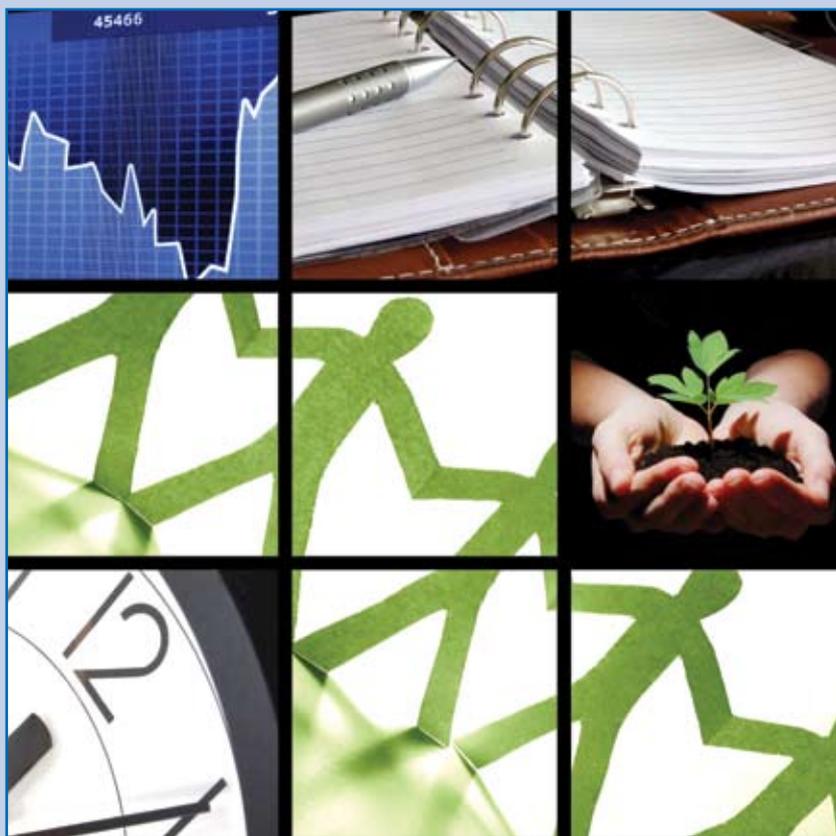




Евразийский Банк Развития

Перспективы интеграции фондовых рынков России и Казахстана



УДК 336

ББК 65.261

П 27

Перспективы интеграции фондовых рынков России и Казахстана. – Алматы, 2010. – с. 56

ISBN 978-601-7151-12-6

Евразийский банк развития (ЕАБР) является международной финансовой организацией, призванной содействовать экономическому развитию и интеграционным процессам на евразийском пространстве. Основные направления финансовой деятельности банка связаны с электроэнергетикой, транспортной инфраструктурой, промышленностью и высокотехнологичными отраслями.

Приоритетом аналитической деятельности банка является информационно-аналитическая поддержка интеграционных процессов на евразийском пространстве. Банк издает ежеквартальный научно-аналитический журнал «Евразийская экономическая интеграция», ежегодный альманах EDB Eurasian Integration Yearbook, серию отраслевых аналитических обзоров.

УДК 336

ББК 65.261

**Обзор подготовлен Аналитическим управлением
Евразийского банка развития при содействии ПАРТАД**

ISBN 978-601-7151-12-6

© Евразийский банк развития, 2010

Координатор выпуска, литературный редактор:

Г.А. Имамниязова, ЕАБР

Адрес:

Евразийский банк развития

пр. Достык, 220, г. Алматы,
050051, Республика Казахстан

Телефон: +7 (727) 244 40 44

Факс: +7 (727) 244 65 70, 291 42 63

E-mail: info@eabr.org

<http://www.eabr.org>

Дизайн, верстка и подготовка к печати:

Издательская компания «RUAN»

При перепечатке, микрофильмировании и других формах копирования обзора ссылка на публикацию обязательна. Точка зрения авторов не обязательно отражает официальную позицию Евразийского банка развития.

Настоящий отраслевой обзор является частью серии аналитических документов ЕАБР, посвященной изучению региональных интеграционных процессов в отдельных отраслях и секторах экономики государств – участников банка и других стран постсоветского пространства. Серию редактирует Евгений Винокуров, д.э.н., заместитель начальника Аналитического управления ЕАБР.

На сегодняшний день опубликованы и распространяются следующие отраслевые обзоры:

- Атомно–энергетические комплексы России и Казахстана: перспективы развития и сотрудничества
- Водно–энергетические ресурсы Центральной Азии: проблемы использования и освоения
- Общий электроэнергетический рынок СНГ
- Экологические аспекты инвестиционной политики Евразийского банка развития
- Международные транспортные коридоры ЕврАзЭС
- Влияние изменения климата на водные ресурсы в Центральной Азии
- Экономическое взаимодействие в агропромышленном комплексе стран СНГ
- Перспективы сотрудничества стран СНГ в космической отрасли
- Интеграционные процессы в телекоммуникационном секторе стран СНГ

Все публикации серии доступны на официальном сайте ЕАБР: <http://www.eabr.org/rus/publications/AnalyticalReports/>.

Благодарности

Евразийский банк развития выражает благодарность за вклад в написание настоящего аналитического исследования Профессиональной ассоциации регистраторов, трансфер–агентов и депозитариев (Россия) и лично директору ПАРТАД Ланскову П.М. Мы также благодарны д.э.н. Либману А.М. (Франкфуртская школа менеджмента и финансов) и к.э.н. Головнину М.Ю. (Институт экономики РАН) за комментарии.

Содержание

Список аббревиатур.....	6
Основные выводы.....	7
Введение.....	12
1. Взаимопроникновение фондовых рынков и их инфраструктуры.....	14
1.1. Развитие и основные характеристики фондовых рынков России и Казахстана.....	14
1.2. Сравнительный анализ законодательной базы и инфраструктуры.....	19
1.3. Международные соглашения и их применение в целях развития фондовых рынков России и Казахстана.....	25
2. Уровень и структура потребностей и предпочтений во взаимном выходе на фондовые рынки.....	27
2.1. Опрос профучастников фондовых рынков РФ и РК.....	27
2.2. Основные выводы по результатам опроса.....	36
3. Подходы к регулированию фондовых рынков.....	39
4. Вопросы взаимодействия фондовых бирж РФ и РК в интересах развития рынков капитала обеих стран.....	46
4.1. Взаимодействие биржевых структур России и Казахстана.....	46
4.2. Предпосылки и проблемы развития интегрированного валютного рынка.....	50
Заключение.....	52
Литература.....	53
Список документов.....	54

Таблицы

Таблица 1.1. Накопленные взаимные инвестиции РФ и стран ЕврАзЭС.....	16
Таблица 1.2. Портфельные инвестиции.....	18
Таблица 1.3. Портфельные и прямые инвестиции РФ.....	18
Таблица 1.4. Регулирование фондовых рынков в России и Казахстане.....	20
Таблица 2.1. Количество организаций по видам профессиональной деятельности (Казахстан).....	29
Таблица 2.2. Трудности при взаимодействии с российскими финансовыми институтами.....	31
Таблица 2.3. Трудности при взаимодействии с казахстанскими финансовыми институтами.....	35

Рисунки

Рисунок 1.1. Динамика индексов фондовых рынков России и Казахстана.....	15
Рисунок 2.1. Категории участников опроса.....	27

Рисунок 2.2 . Совмещение видов профессиональной деятельности казахстанскими респондентами.....	28
Рисунок 2.3. Наиболее распространенные виды профессиональной деятельности.....	28
Рисунок 2.4. Наличие дочерних структур в России.....	29
Рисунок 2.5. Владение ценными бумагами российских эмитентов.....	29
Рисунок 2.6. Владение ценными бумагами эмитентов других государств.....	30
Рисунок 2.7. Приоритетные сектора для казахстанских профучастников.....	30
Рисунок 2.8. Заинтересованность в выводе ценных бумаг для обращения в России.....	32
Рисунок 2.9. Специализация российских участников опроса по видам деятельности.....	33
Рисунок 2.10. Доля респондентов РФ, владеющих ценными бумагами казахстанских эмитентов.....	34
Рисунок 2.11. Структура активов НПФ в РК.....	36

Список аббревиатур

АЦДЕ – Ассоциация Центральных депозитариев Евразии

АФК – Ассоциация финансистов Казахстана

АФН – Агентство Республики Казахстан по регулированию и надзору финансового рынка и финансовых организаций

ВВП – внутренний валовой продукт

ЕТС – Евразийская торговая система

ЕЭП – Единое экономическое пространство

ИП – инвестиционный портфель

KASE – Казахстанская фондовая биржа

КДР – казахстанская депозитарная расписка

МАБ СНГ – Международная ассоциация бирж СНГ

МАНИВЭЛ – комитет экспертов Совета Европы по оценке мер противодействия отмыванию денег и финансированию терроризма

ММВБ – Московская межбанковская валютная биржа

МФЦ – международный финансовый центр

НПФ – накопительный пенсионный фонд

ПИФ – паевой инвестиционный фонд

РДР – российская депозитарная расписка

РТС – российская фондовая биржа

РФЦА – Региональный финансовый центр Алматы

СНГ – Содружество Независимых Государств

ФСФР – Федеральная служба по финансовым рынкам

ЦБ – ценные бумаги

ЦД – Центральный депозитарий

Основные выводы

Проведенное Евразийским банком развития при содействии ПАРТАД аналитическое исследование позволяет оценить перспективы и проблемы интеграции рынков капитала России и Казахстана.

Из сравнительного анализа нормативной базы для встречного движения капиталов Российской Федерации (РФ) и Республики Казахстан (РК) в форме инструментов рынка ценных бумаг вытекает, что для этого нет непреодолимых законодательных препятствий. Более того, определенные правовые предпосылки для такого движения уже созданы. Однако в условиях финансового кризиса и недостаточной «встроенности» рынков капитала РФ и РК в глобальный финансовый рынок в виде совместного международного финансового центра (МФЦ) они остаются невостребованными.

Именно у этих стран ЕвразЭС – России и Казахстана – отсутствуют явные политические и иные препятствия для интеграции рынков капитала. Это доказывает необходимость синхронизации регулятивных и инфраструктурных систем двух стран, которая позволит быстро и эффективно организовывать обращение казахстанских ценных бумаг и/или производных от них депозитарных расписок на российских биржевых площадках; обеспечивать надежную связь между владельцами этих финансовых инструментов, их эмитентами и центрами учета прав на них посредством электронного документооборота; раскрывать корпоративную информацию об этих финансовых инструментах в едином центре ЕвразЭС на русском и английском языках.

Результаты проведенных нами опросов участников рынка показали, что в настоящее время активная интеграция фондовых рынков РК и РФ вызывает лишь ограниченный интерес потенциальных эмитентов и профучастников, предпочитающих работать на международных рынках. Интеграция фондовых рынков требует серьезнейшей работы по повышению привлекательности региональных финансовых решений и инструментов в условиях жесткой конкурентной борьбы.

Таким образом, речь должна идти о построении единого евразийского финансового центра, элементы инфраструктуры которого могут располагаться в разных странах ЕвразЭС, будучи объединенными в единую систему биржевой торговли, клиринга и расчетов. В силу явных экономических и технологических преимуществ большая их часть может быть расположена в РФ. Но и в этом случае есть возможность найти ту или иную форму участия стран ЕвразЭС (и в первую очередь РК) в капитале и физической инфраструктуре основных институтов такого наднационального МФЦ.

В связи с этим возможно позиционирование ЕАБР в качестве уникального института, сочетающего в себе функции не только организатора инвестиционных процессов, но и инфраструктурного моста между рынками капитала России и Казахстана, имея в виду последующее распространение его деятельности в этом качестве на другие страны ЕвразЭС. Это тем более важно, потому что степень взаимопроникновения самих участников рынков капитала РК и РФ, судя по результатам анкетирования, проведенного в рамках настоящего исследования, пока не соответствует потенциалу сотрудничества двух стран.

Интеграция рынков капитала многократно ускорилась бы, если вслед за созданием Таможенного союза России, Казахстана и Беларуси, еще недавно казавшимся маловероятным, и созданием Единого экономического пространства в политическую повестку дня был бы возвращен вопрос о переходе на единую валюту. Это повлекло бы разнообразный синергетический эффект в самых разных областях экономической жизни. В кратко- и среднесрочной перспективе позитивный эффект для интеграции рынков капитала может иметь широкое использование во взаимных расчетах национальных валют.

На данный момент серьезное беспокойство вызывает тот факт, что, хотя перед экономикой РФ остро стоят вопросы посткризисного восстановления, до сих пор не сформированы актуальные документы и политика, определяющие основные направления развития финансового рынка РФ как основы будущего интегрированного рынка капитала ЕврАзЭС. Это довольно опасно и недальновидно в современных условиях жесткой конкуренции развивающихся рынков.

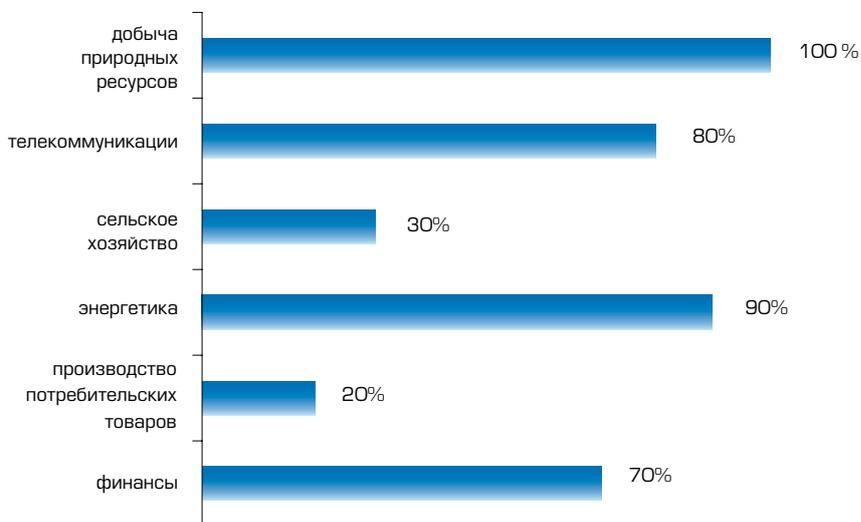
Позволим себе, однако, выразить надежду, что публикация данного аналитического обзора ускорит процессы целеполагания и выработки мер по их достижению на рынках капитала РФ и РК, осуществляемые в соответствии с поручениями президентов двух стран. Предлагаем вашему вниманию его основные выводы.

Возможности для взаимного выхода на фондовые рынки России и Казахстана

- Интенсивность экономических связей между Россией и Казахстаном открывает возможности для более тесного взаимодействия национальных фондовых рынков. Особую важность имеют вопросы совершенствования, гармонизации и унификации законодательных условий эмиссии и обращения ценных бумаг, деятельности профессиональных участников на фондовых рынках государств.
- Можно считать, что нормативные предпосылки и механизмы для обращения и размещения ценных бумаг (ЦБ) иностранных эмитентов на российском и казахстанском рынках созданы.
- Технически свободное обращение ценных бумаг (регистрация сделок с ЦБ) России и Казахстана на взаимных территориях, в том числе организованных рынках, невозможно в отсутствие взаимного признания лицензий учетных организаций.
- В отношении выпуска российских и казахстанских депозитарных расписок (РДР и КДР) можно говорить о том, что законодательство опередило потребности рынка, поскольку до настоящего времени ни одного выпуска зарегистрировано не было.
- В настоящее время интеграционные процессы на рынках ЦБ двух государств находятся в начальной стадии. Так, нормативные акты обеих стран предусматривают возможность обращения иностранных ЦБ на национальных организованных рынках. Однако сейчас российские нормативные акты устанавливают больше ограничений для обращения ценных бумаг иностранных эмитентов по сравнению с аналогичными по предмету регулирования казахстанскими нормативными актами.

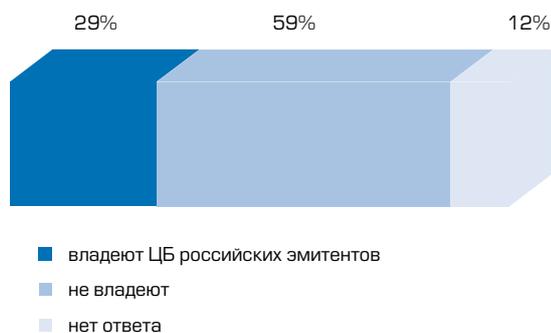
Потребности и предпочтения во взаимном выходе на фондовые рынки по результатам опроса профучастников

- Казахстанским организациям российский финансовый рынок интересен прежде всего как механизм привлечения капиталов. Российский бизнес рассматривает казахстанский рынок капитала скорее в качестве «моста», обеспечивающего доступ к природным ресурсам РК. Соответственно, если значительная часть казахстанских организаций заинтересована в выводе своих бумаг на российский рынок, то российские компании пока к этому не стремятся.
- Казахстанские профучастники фондового рынка в качестве приоритетных отраслей для инвестирования называют добычу природных ресурсов, финансовые институты, энергетику и телекоммуникации. Российские участники рынка ограничивают сферу своего интереса в Казахстане добычей природных ресурсов и финансовыми институтами.

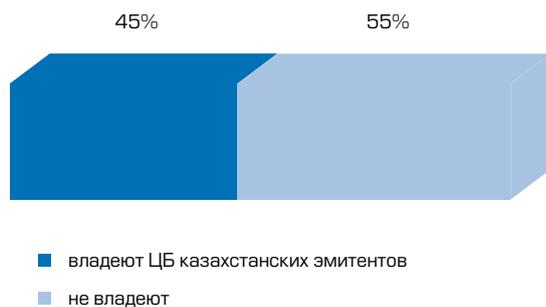


Приоритетные сектора для казахстанских профучастников

- Большинство казахстанских организаций, уже владеющих ценными бумагами российских эмитентов, имеет планы по дальнейшему приобретению бумаг эмитентов РФ в течение ближайшего полугодия. Высок процент тех (более 30%), кто, не владея российскими ЦБ в настоящий момент, намерен такие бумаги приобрести. Ряд респондентов указали, что ЦБ российских эмитентов приобретаются не на российских биржах, а на международных биржах в виде GDR и ADR.

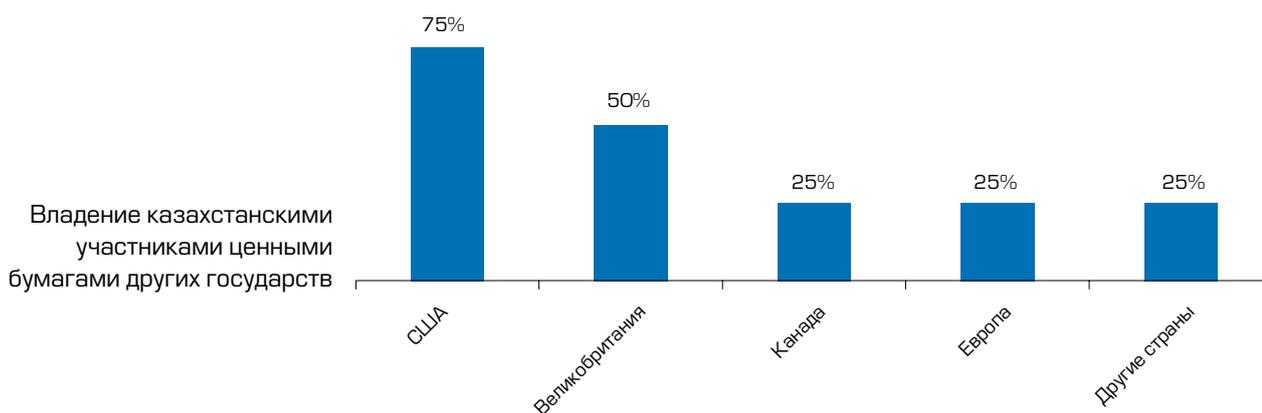


Владение казахстанскими участниками ценными бумагами российских эмитентов



Владение российскими участниками ценными бумагами казахстанских эмитентов

Основные выводы



- Казахстанские эмитенты в настоящее время не заинтересованы в выводе своих ценных бумаг на российский рынок – основная их часть листингуется на LSE. Непосредственное обращение иностранных бумаг на российском фондовом рынке существенно ограничено высоким уровнем требований, установленных законодательством.



- В условиях финансового кризиса и недостаточной «встроенности» рынков капитала обеих стран в глобальный рынок возможности для вывода иностранных ценных бумаг на национальные фондовые рынки России и Казахстана через выпуск РДР и КДР пока остаются невостребованными.
- Средства, находящиеся под контролем негосударственных пенсионных фондов или же управляющих компаний, теоретически можно рассматривать в качестве потенциального источника портфельных российских инвестиций в ценные бумаги казахстанских организаций. Однако для реализации возможностей, предоставленных российским законодательством, необходимо сформировать соответствующие индексные паевые фонды, включающие бумаги казахстанских эмитентов. Это вряд ли произойдет в ближайшее время, пока рынок капитала РК не восстановится от последствий мирового финансового кризиса и/или пока бумаги эмитентов РК не будут выведены на российский биржевой рынок, способный обеспечить им надлежащую ликвидность.
- Накопительные пенсионные фонды (НПФ) являются активными инвесторами на финансовом рынке РК и иностранных государств. Однако в ближайшее время не стоит ожидать значительных инвестиций за рубеж, в том числе и в российские ценные бумаги. В настоящее время стратегия инвестирования пенсионных активов была изменена в пользу увеличения доли государственных ЦБ РК при одновременном сокращении объемов инвестирования в ценные бумаги иностранных эмитентов.

Интеграция бирж России и Казахстана

В опросе приняли участие основные биржи России (РТС и ММВБ) и Казахстанская фондовая биржа (KASE). Из трех бирж с точки зрения инвестиций в экономику другой страны наиболее активна Российская фондовая биржа (РТС). На сегодняшний день только у нее есть дочерняя структура в Казахстане (АО «Товарная биржа «ЕТС»).

- Российские фондовые биржи проявляют интерес к сотрудничеству с казахстанскими партнерами и хотели бы расширить перечень торгуемых на своих площадках инструментов за счет ценных бумаг эмитентов другого государства.
- Хотя значительная нагрузка по упрощению взаимодействия между участниками организованной торговли обеих стран возложена на сами биржи, важная роль в этом процессе отводится законодательной власти. Например, и фондовые биржи, и профессиональные участники рынка капитала нуждаются в приемлемом механизме номинального держания для иностранных инвесторов, соответствующем законодательству обоих государств, а также в развитом клиринге обязательств, в том числе централизованном.
- Важным элементом технологического интеграционного процесса следует признать разработку и применение общих технологий электронного документооборота, которые позволили бы стандартизировать и ускорить информационный обмен как между биржами, так и между участниками торгов на них.
- В краткосрочной перспективе представляется обоснованным сфокусировать усилия на интеграции бирж России и Казахстана как организаторов наиболее развитых рынков ЕврАзЭС. Положительный пример биржевой интеграции на товарном рынке – создание товарной биржи «Евразийская торговая система» (ЕТС) в конце 2008 года. Ее создали Региональный финансовый центр Алматы (РФЦА) (доля в уставном капитале – 40%) и российская биржа РТС (60%).
- С этим проектом фактически конкурирует проект создания Евразийской биржи сельскохозяйственной продукции, сырья и продовольствия, разрабатываемый по инициативе Интеграционного комитета ЕврАзЭС с участием российских и казахстанских партнеров. В качестве базы для реализации проекта выбрана ОАО «Белорусская универсальная товарная биржа». Новая структура должна будет начать работу в 2011 году. В случае ее успешного развития желательно найти подходящую для основных участников процесса форму интеграции его с ЕТС, возможно, на основе уже функционирующей площадки в Алматы.
- За прошедшие 10 лет обеими странами была проделана большая организационная работа, но говорить о достаточной интеграции и тем более о близости создания совместного биржевого пространства пока рано.

Введение

На современном этапе экономического развития постсоветских стран их рынки капитала характеризуются в целом сравнительно скромными достижениями. Только рынки капитала России и, в меньшей степени, Украины и Казахстана могут быть охарактеризованы как приближающиеся к среднему уровню развития. В условиях пока сохраняющегося экономического пространства Содружества Независимых Государств (СНГ) и Евразийского Экономического Сообщества (ЕврАзЭС) взаимодействие рынков капитала (финансовых рынков) еще менее года назад представлялось наиболее реальным лишь в формате двусторонних отношений. Однако такие важные события, как изменение расстановки политических сил на Украине и вступление в силу соглашения о Таможенном союзе России, Казахстана и Беларуси, создали возможности для развития отношений в рассматриваемой сфере на многосторонней основе. Вероятность этого могла бы существенно возрасти, если бы удалось скоординировать российские и казахстанские инициативы по формированию финансовых центров на территории двух стран, признанных на международном уровне.

Предпосылка для такого скоординированного развития, помимо общих проблем, – постепенное взаимопроникновение инфраструктур и участников финансовых рынков России и Казахстана. Усиление взаимодействия обоих рынков капитала особенно актуально в контексте перспектив Единого экономического пространства (ЕЭП) как следующего шага в углублении Таможенного союза. Это связано с тем, что взаимодействие рынков капитала может стать одной из основ развития региональной экономической интеграции в целом и формирования трансграничной финансовой инфраструктуры. Интеграция финансовых рынков будет способствовать более эффективному использованию «избыточных» сбережений в одних случаях и привлечению дополнительных инвестиций – в других. За счет преодоления границ национальных рынков для эмитентов финансовых инструментов снизятся издержки привлечения инвестиций, а для инвесторов – повысятся возможности диверсификации инвестиционных портфелей и снизятся риски инвестирования. Кроме того, средства, привлекаемые с помощью интегрированных рынков капитала РФ и РК, а затем и других участников ЕЭП, могут использоваться для финансирования проектов развития трансграничной инфраструктуры в различных областях экономики.

За последний год произошли серьезные изменения в расстановке сил инфраструктуры фондового рынка на постсоветском пространстве. Российские биржи (ММВБ и РТС) заняли лидирующие позиции в инфраструктуре фондового рынка Украины. Определенный интерес представляют и некоторые зарождающиеся национальные фондовые рынки (например, Кыргызская фондовая биржа). Однако в качестве первого шага для аналитического понимания проблематики взаимодействия фондовых рынков мы рассмотрели Россию и Казахстан – двух лидеров интеграционных процессов на постсоветском пространстве.

Оценка перспектив интеграции рынков капитала (финансовых рынков) РФ и РК представляется необходимым этапом согласованного экономического развития обеих стран, а также других стран ЕврАзЭС, которую в современных условиях невозможно представить без эффективной финансовой политики и усиления ее связи с реальным сектором экономики. Такого рода оценка предполагает, в частности, сравнительный анализ законодательной базы и систем регулирования рынков капитала обеих стран для выявления критически важных различий между ними, выработку единых подходов для решения общих проблем. Особое внимание при этом должно быть уделено развитию консолидированной инфраструктуры финансовых рынков, включая взаимосвязанные системы биржевой торговли, расчетов и клиринга по ценным бумагам, создающие технологические возможности для свободного перемещения капитала.

Для более точной законодательной и организационной настройки систем регулирования и инфраструктуры финансовых рынков необходимо выявить потребности и предпочтения участников рынка обеих стран во взаимном выходе на рынки капитала, не забывая при

этом, что они сформированы текущими регулятивными и инфраструктурными условиями. Преодоление существующих объективных и субъективных барьеров потребует анализа на наднациональном уровне. Настоящий обзор – попытка Евразийского банка развития систематически обобщить и проанализировать основные проблемные сферы на пути интеграции рынков капитала России и Казахстана.

1. Взаимопроникновение фондовых рынков и их инфраструктуры

- Фондовый рынок относится к числу важнейших институтов рыночной экономики. Его развитие – одна из наиболее актуальных проблем процессов рыночных преобразований и устойчивого экономического роста.
- На настоящий момент фондовые рынки России и Казахстана являются лидерами на постсоветском пространстве.
- При этом слабая законодательная база делает их подверженными кризисам и не способствует взаимопроникновению.
- Интеграционные процессы на рынках ценных бумаг государств – членов ЕврАзЭС и СНГ еще не вышли из начальной стадии.

1.1. Развитие и основные характеристики фондовых рынков России и Казахстана

Формирование фондовых рынков России и Казахстана происходило практически одновременно с процессом становления рыночной экономики. Основы рынка ЦБ были заложены еще в 90-х годах, когда под влиянием процессов разгосударствления и приватизации стали создаваться акционерные общества, брокерские фирмы, фондовые биржи. В России была принята программа массовой приватизации, хотя начальный обмен ваучеров проводился за пределами биржи. В Казахстане программа приватизации реализовывалась параллельно с развитием фондового рынка на основе публичных размещений компаний, большая часть собственности которых была продана стратегическим инвесторам.

Практически одновременно в обоих государствах было разработано законодательство, регулирующее сферу фондовых рынков, и создана соответствующая инфраструктура, включая фондовые биржи, депозитарии и клиринговые организации. Под влиянием различных факторов, включая институциональное строительство, внедрение законодательных норм, проведение социально-экономических реформ, рынки этих стран впоследствии, помимо общих черт, приобрели свои особенности и специфику (Головнин и др., 2010).

Если в 90-х годах фондовый рынок был механизмом перераспределения собственности, то в начале 2000-х он начал выполнять функцию привлечения инвестиций в экономику. Как на российском (Тараруев, 2010), так и на казахстанском (Донцов, 2003) фондовых рынках появились первые иностранные ценные бумаги и повысилась активность организаций – эмитентов негосударственных облигаций. Однако реальные инвестиционные возможности фондовых рынков оставались несопоставимыми с потребностями экономик стран в финансовых ресурсах.

Период 2005–2007 годов характеризуется бурным ростом фондовых рынков обеих стран, когда среднегодовой рост индекса РТС составлял 50%, а индекса KASE превышал 150%. По большинству показателей рынки вышли в лидеры среди развивающихся. Так, по состоянию на конец 2007 года капитализация рынка России достигла 99.8% к внутреннему валовому продукту (ВВП), а Казахстана – 40.8% к ВВП. Но по многим другим качественным показателям (ликвидность рынка, дивидендная доходность, количество торгуемых компаний) сохранялось значительное отставание от ведущих развивающихся рынков и тем более – от развитых рынков.

Финансовый кризис 2008 года существенно повлиял на динамику и структуру российского и казахстанского рынка ЦБ. Значительный отток капитала, обострившиеся макроэкономические проблемы (инфляция, замедление роста промышленности, большой объем внешних заимствований у частного сектора и т.д.) стали причиной затяжного падения в конце 2008 года перекапитализированных фондовых рынков России и Казахстана (см. рисунок 1.1). Также сократилась доля операций нерезидентов, доля частных инвесторов, снизилась активность других категорий инвесторов, включая инвестиционные фонды.

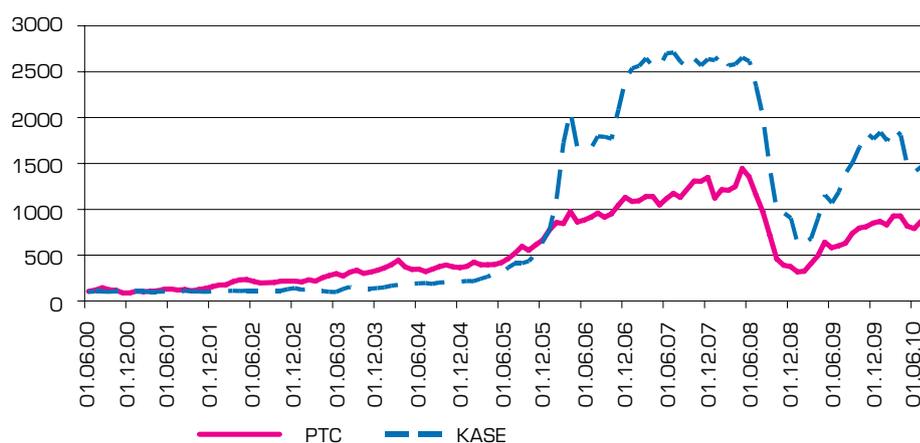


Рисунок 1.1.
Динамика индексов фондовых рынков России и Казахстана (2000–2010)

Примечание:
июнь 2000 года = 100%
Источники: фондовые биржи PTS и KASE

Именно для Казахстана и России как стран с наиболее открытыми экономиками в 2008 году зафиксировано наибольшее снижение капитализации акций. По данным Исполнительного комитета СНГ, в России этот показатель снизился более чем на 70%, в Казахстане — более чем на 40% (Исполком СНГ, 2009). В 2009–2010 годах капитализация частично восстановлена. На конец июля 2010 года капитализация акций на бирже KASE составила \$52.6 млрд¹. В динамике эта цифра представляет 19% роста по отношению к 2009 году, но по-прежнему минус 30% по отношению к показателю капитализации акций 2008 года. В России на 30 сентября 2010 года общая капитализация рынка достигла \$817 млрд, что составляет 21.5% роста за год, или 35.6% по отношению к 2008 году².

Фондовые рынки России и Казахстана лидируют в регионе, значительно опережая по абсолютным показателям другие государства СНГ. В Беларуси функционирует рынок государственных ЦБ, но говорить о существенном прогрессе в развитии рынка корпоративных ценных бумаг пока не приходится. В странах Центральной Азии организованный фондовый рынок развит слабо, хотя в последние годы демонстрирует положительную динамику.

Сейчас уровень развития фондовых рынков России и Казахстана все еще характеризуется слабой инвесторской базой. Многие юридические вопросы рынка находятся в стадии обсуждения или проработки, и поэтому участники фондового рынка менее защищены, чем на развитых рынках. Не развит срочный рынок, позволяющий страховать от рисков. Оценивая качество законодательства по фондовым рынкам среди своих 29 государств-участников, Европейский банк реконструкции и развития (ЕБРР) относит Россию и Казахстан к группе стран со средним соответствием стандартам Международной организации комиссий по ценным бумагам (EBRD, 2008).

¹ <http://www.investfunds.kz/indicators/>

² <http://stocks.investfunds.ru/indicators/capitalization/>

Для российского фондового рынка характерно значительное участие коммерческих банков. В свободном обращении на рынке находится относительно небольшая доля акций российских компаний-эмитентов. Такая ситуация объясняется высокой концентрацией акций у ограниченного круга владельцев. Индивидуальные инвесторы не имеют прямого доступа к рынку акций, так как их скупают пакетами оптовики-брокеры и коммерческие банки. Среди участников фондового рынка пока недостаточно представлены институциональные инвесторы (паевые и акционерные инвестиционные фонды, негосударственные пенсионные фонды, страховые компании). Российский фондовый рынок по-прежнему носит в основном спекулятивный характер (Сергеев, 2007).

В Казахстане наиболее активными субъектами фондового рынка, как и в России, являются банки. Они выступают в качестве эмитентов собственных акций, облигаций, векселей, депозитных сертификатов и других ЦБ, а также в роли инвесторов, приобретая ЦБ и проводя с ними посреднические операции (Донцов, 2003). Компании, работающие в розничном секторе и сфере коллективных инвестиций, не скрывают, что они ориентированы на привлечение в Казахстане свободных финансовых ресурсов и дальнейшее инвестирование этих денег за рубежом. Подобный подход не несет выгоды казахстанской экономике, но создает конкурентную среду, повышая эффективность рынка (Бизнес и Власть, 2008). Пенсионные фонды, которые до кризиса были крупнейшей группой внутренних инвесторов, в силу устаревших правил инвестирования сократили свою активность на внутреннем рынке акций и облигаций. По сравнению с Россией, казахстанскому фондовому рынку присуща низкая ликвидность вторичного рынка финансовых инструментов, связанная, главным образом, с недостатком таких инструментов, неразвитостью рынка производных ценных бумаг и ограниченным развитием рынка акций. Многие казахстанские эмитенты пока не желают раскрывать финансовую информацию и допускать к управлению предприятием внешних акционеров (Карагусова, 2008). Эти проблемы присущи фондовым рынкам всех стран СНГ, что наряду с законодательными барьерами негативно воздействует на интеграционные процессы в регионе.

Взаимодействие России и Казахстана в сфере инвестиций и финансов

Между экономиками РФ и РК существует достаточно интенсивное торговое сотрудничество. По данным системы индикаторов евразийской интеграции (ЕАБР, 2009), пара стран Россия – Казахстан характеризуется высоким уровнем интеграции в сфере взаимной торговли. Положительной динамикой интеграции отличается и регион ЕврАзЭС, в который входят обе страны. Если в 2000 году инвестиции России в Казахстан составляли всего 0.4% от общего объема капиталовложений в страны ЕврАзЭС, то в 2008 году этот показатель составлял уже 7.7% (Хейфец, 2009). Однако основным направлением для российских инвестиций является Беларусь. Казахстан в рамках Сообщества, наоборот, выступает основным инвестором в экономику России. И если в 2000 году в РФ поступало 49% общего объема

Таблица 1.1.
Накопленные взаимные
инвестиции РФ
и стран ЕврАзЭС
(начало 2008 г.,
\$ млн)

Источник:
Хейфец (2009)

	Инвестиции РФ в страны ЕврАзЭС			Инвестиции стран ЕврАзЭС в РФ		
	2000		2008	2000		2008
	Все	Все	Прямые и портфельные	Все	Все	Прямые и портфельные
Беларусь	490.2	771.2	661.9	2.5	103.5	32.7
Казахстан	2.2	99.7	30.2	5.7	894.8	228
Кыргызстан	0	20.6	0.1	0.1	70.5	5.2
Таджикистан	0	61.7	1.2	0	25.9	0
Узбекистан	0.4	333.9	250.7	3.5	7	5.2
Всего по странам ЕврАзЭС	492.8	1287.1	944.1	11.8	1101.7	271.1
Всего по СНГ	555.6	2 521.4	1 921.3	19.3	1 502.6	562.8

инвестиций в экономики стран Сообщества, то в 2008 году эта цифра увеличилась до 81%. Таким образом, в рамках ЕврАзЭС сотрудничество между двумя государствами постепенно становится все более интенсивным (см. таблицу 1.1).

Российские инвестиции в страны ближнего зарубежья, в частности, в государства ЕврАзЭС, пока ограничиваются добычей природных ресурсов и энергетикой (Хейфец, 2009). Основное направление для российских капиталовложений в Казахстан – топливно-энергетический комплекс. По данным открытых источников, многие крупные участники фондового рынка РФ проявляют устойчивый, хотя и узконаправленный интерес к сотрудничеству с институтами рынка ЦБ РК, в том числе РТС и Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ), ОАО «Сбербанк России», ЗАО «ДКК», ОАО «АКБ РОСБАНК» и другие.

Финансовые институты стран СНГ увеличивают свое присутствие на рынках друг друга (Головнин, 2008). Наиболее активны во внешней экспансии в страны СНГ банки России и Казахстана. Крупнейшие из них: российские – ВТБ, Сбербанк и Альфа-банк и казахстанские – БТА Банк, Казкоммерцбанк и Народный банк. На развивающиеся фондовые рынки стран СНГ постепенно выходят российские инвестиционные компании. Предпочтение отдается более развитым рынкам Украины и Казахстана. На фондовом рынке РК представлены российские инвестиционные компании «КИТ Финанс» и «Ренессанс Капитал», недавно на него вышла и «Тройка Диалог». Кроме того, в республике действуют две управляющие компании – дочерние организации российских «КИТ Фортис Инвестмент Менеджмент» и «Авангард Капитал». На российском фондовом рынке присутствуют инвестиционные компании, входящие в казахстанские банковские холдинги. Их размеры невелики, за исключением инвестиционной группы «Ист Коммерц», которая по итогам 2007 года заняла 7-е место среди российских инвестиционных компаний по объему операций с ценными бумагами.

В отличие от банков и инвестиционных компаний, взаимное присутствие инфраструктурных организаций фондового рынка (бирж, депозитариев, клиринговых палат) пока ограничено. Они взаимодействуют главным образом путем подписания меморандумов о взаимопонимании. Отдельного упоминания заслуживают три примера – участие KASE в капитале Кыргызской фондовой биржи, совместный проект РТС и украинских инвестиционных компаний по созданию торговой площадки на украинском фондовом рынке – ОАО «Украинская биржа», а также совместный проект KASE и РТС по созданию Евразийской торговой системы в Алматы.

Как отмечалось, общими последствиями кризиса 2008–2009 годов для биржевых фондовых рынков и РК, и РФ стали сокращение ликвидности, уход определенной части западных инвесторов, падение значений фондовых индексов. В этих условиях для обеих стран возросла актуальность привлечения портфельных инвестиций. По данным статистики (см. таблицу 1.2), по объемам портфельных инвестиций в Россию Казахстан находится на 26-м месте. Россия занимает 11-е место по объему портфельных инвестиций в Казахстан.

Инвестиционное финансовое взаимодействие между двумя странами, согласно официальным данным, минимальное. Доля российских прямых и портфельных инвестиций в экономику Казахстана в 2008 году составила всего 1.4% от общего объема поступивших иностранных вложений (см. таблицу 1.2).

Между тем фондовые рынки, отражающие высокую зависимость российской и казахстанской экономик от сырьевого экспорта, демонстрируют исключительно высокую степень корреляции.

Взаимодействие фондовых рынков стран СНГ в докризисный период было проанализировано Либманом (2010). Расчет корреляции фондовых индексов показал, что между фондовыми рынками России и Казахстана существует самое активное на постсоветском про-

Финансовые рынки РФ и РК в основном служат механизмом привлечения спекулятивного капитала, легко покидающего страну в острых фазах кризиса мировой экономики.

1. Взаимопроникновение фондовых рынков и их инфраструктуры

Таблица 1.2.
Портфельные инвестиции
(2008, \$ млн)

Источник: CPIS, МВФ

Инвестиции в Россию	Объем	(%)	Место	Инвестиции в Казахстан	Объем	(%)	Место
Люксембург	5609	23	1	США	18526	59	1
Ирландия	5024	20	2	Великобритания	1883	6	2
США	3225	13	3	Япония	1870	6	3
Нидерланды	2483	10	4	Германия	1693	5	4
Виргинские острова	1889	8	5	Франция	1625	5	5
Кипр	1877	8	6	Нидерланды	1553	5	6
Великобритания	1317	5	7	Италия	766	2	7
Германия	889	4	8	международные организации	727	2	8
Австралия	780	3	9	Австралия	584	2	9
международные организации	505	2	10	Бельгия	429	1	10
Казахстан	17	0	26	Россия	428	1	11

странстве взаимодействие. Коэффициент корреляции за период июль 2000 года – май 2008-го составил 0.96. Такой высокий показатель объясняется значительной конвергенцией экономик стран и, больше всего, схожей политикой внешних инвесторов. Последние данные показывают, что во время кризиса (июнь 2008 – декабрь 2009-го) корреляция усилилась до 0.98, что свидетельствует о сильной взаимосвязи двух экономик. Примечательно, что с начала 2010 года корреляция индексов RТС и KASE вновь снизилась до 0.74.

Наш анализ свидетельствует о том, что высокая степень корреляции фондовых индексов связана с сырьевым характером экономик, а не с достижениями на интеграционном «фронте».

В поиске ответа на вопрос о причинах низкой финансовой интеграции, которая наблюдается на фоне торгового сотрудничества, взаимосвязанной инфраструктуры и тесных исторических и культурных отношений между двумя странами, можно обратиться к опыту азиатского региона. Как известно, страны Азии тесно связаны торговлей, однако фондовые рынки при этом практически не взаимодействуют. Банк международного сотрудничества провел анализ интеграции фондовых рынков Азии (García-Herrero et al., 2008). В ходе исследования были выдвинуты четыре гипотезы относительно факторов, определяющих уровень взаимодействия: 1) географическая направленность инвестиций; 2) влияние торговли; 3) влияние прибыльности; 4) влияние ликвидности. Результаты показали, что на отсутствие

Таблица 1.3.
Портфельные и прямые
инвестиции РФ (\$ млн)

Источник:
Статкомитет СНГ

	Из РФ в страны СНГ			В РФ из стран СНГ		
	2000	2005	2008	2000	2005	2008
Всего по СНГ	118	162	1164	7	71	151
Азербайджан	0	0	0	0	41	0
Армения	0	126	437	0	4	2
Беларусь	77	8	667	0	11	16
Грузия	0	0	0	0	0	0
Казахстан	0	1	51	0	9	104
Кыргызстан	0	0	0	0	0	21
Молдова	31	0	0	1	0	0
Таджикистан	0	0	0	0	0	0
Туркменистан	0	0	0	0	0	0
Узбекистан	0	0	0	0	1	1
Украина	10	27	9	6	5	7

интеграции на азиатских рынках в значительной степени влияет низкая ликвидность и неразвитость финансовых систем стран региона, что заставляет инвесторов направлять средства в другие финансовые центры.

Проводя параллели, можно говорить о том, что недостаток ликвидных инструментов для институциональных инвесторов, отсутствие достаточного капитала внутри страны и, как следствие, размещение крупных эмитентов на зарубежных площадках сдерживают развитие фондовых рынков России и Казахстана, а также являются препятствием для расширения взаимодействия между ними.

На отсутствие интеграции на азиатских рынках на фоне активного торгового взаимодействия в значительной степени влияет низкая ликвидность и неразвитость финансовых систем стран региона, что заставляет инвесторов направлять средства в другие финансовые центры.

1.2. Сравнительный анализ законодательной базы и инфраструктуры

Интенсивность экономических связей открывает возможности для более тесного взаимодействия национальных фондовых рынков двух стран. Для интеграции рынков капиталов большую важность имеют вопросы совершенствования, гармонизации и унификации законодательных условий эмиссии и обращения ценных бумаг, деятельности профессиональных участников на фондовых рынках. В связи с этим особого внимания заслуживает анализ современного состояния законодательной базы. В *таблице 1.4* сравниваются основные моменты законодательного регулирования рынков ЦБ в двух странах.

Основная законодательная база

Все виды профессиональной деятельности на рынке ЦБ осуществляются на основании лицензии, выдаваемой органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг. Таким органом в России является Федеральная служба по финансовым рынкам, а в Казахстане – Агентство РК по регулированию и надзору финансового рынка и финансовых организаций (АФН). Основные задачи исполнительного органа: создание стимулов для улучшения корпоративного управления финансовых организаций, мониторинг финансового рынка и финансовых организаций в целях сохранения устойчивости финансовой системы, сосредоточение ресурсов надзора на областях финансового рынка, наиболее подверженных рискам, в целях поддержания финансовой стабильности, внедрение современных технологий, обеспечение полноты и доступности информации для потребителей о деятельности финансовых организаций и оказываемых ими финансовых услугах.

Учетная система фондового рынка

Учетная система рынка ЦБ состоит из двух групп профессиональных участников рынка, осуществляющих: (1) деятельность по ведению реестра владельцев именных ценных бумаг; (2) депозитарную деятельность.

В России к 1 июля 2010 года лицензия на осуществление деятельности по ведению реестра осталась только у 48 профессиональных участников рынка. Их количество достаточно быстро сокращается в связи с тем, что на протяжении ряда лет действует ограничивающее конкуренцию требование ФСФР о наличии на обслуживании у каждого из них не менее 50 эмитентов с числом владельцев ценных бумаг не менее 500. Преодоление данного административного барьера в отсутствие значимого количества первичных размещений акций и в условиях общего сокращения числа акционеров в процессе консолидации акционерных капиталов представляет для организаций, осуществляющих деятельность по ведению реестров, значительные трудности. Более мелкие акционерные общества могут выполнять указанные функции самостоятельно. ФСФР в настоящее время не имеет реальных рычагов воздействия на выполнение самими акционерными обществами функций по ведению реестра акционеров и счетной комиссии. Но именно процедура созыва и проведения соб-

1. Взаимопроникновение фондовых рынков и их инфраструктуры

	Российская Федерация	Республика Казахстан
Основная законодательная база	<p>Закон «О рынке ценных бумаг» (РФ, 1996) предусматривает следующие виды деятельности:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) брокерская; 2) дилерская; 3) управление ценными бумагами; 4) определение взаимных обязательств (клиринг); 5) депозитарная; 6) ведение реестра владельцев ЦБ; 7) организация торговли на рынке ценных бумаг. <p>Федеральным органом исполнительной власти по рынку ЦБ (РФ, 2004) является Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР), осуществляющая функции по контролю и надзору в сфере финансовых рынков (за исключением страховой, банковской и аудиторской деятельности).</p>	<p>Закон «О рынке ценных бумаг» (РК, 2003а) определяет следующие виды деятельности на рынке ЦБ:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) брокерская; 2) дилерская; 3) ведение системы реестров держателей ценных бумаг; 4) управление инвестиционным портфелем; 5) инвестиционное управление пенсионными активами; 6) кастодиальная; 7) трансфер-агентская; 8) организация торговли ценными бумагами и иными финансовыми инструментами; 9) депозитарная деятельность. <p>Государственное регулирование и надзор финансового рынка осуществляется Агентством РК по регулированию и надзору финансового рынка и финансовых организаций (РК, 2003в).</p>
Деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг	<p>Существует ограничение на ведение реестра для иностранцев. Согласно закону РФ «Об акционерных обществах», в акционерном обществе с числом акционеров более 50 держателем реестра должен быть регистратор. Кроме того, закон обеспечил возможность выполнения регистратором функций счетной комиссии на общем собрании акционеров общества, реестр владельцев ценных бумаг которого он ведет. Однако привлечь регистратора в качестве счетной комиссии обязаны лишь акционерные общества с числом акционеров более 500.</p>	<p>В соответствии с законом «О рынке ценных бумаг» ведение системы реестров держателей ЦБ является обязательным для эмиссионных ценных бумаг и должно осуществляться регистратором. Функции регистраторов и требования к организации их деятельности описаны в «Правилах ведения системы реестров держателей ценных бумаг» и во многом перекликаются с организацией деятельности по ведению реестра в РФ.</p>
Депозитарная деятельность	<p>Согласно российскому законодательству иностранный депозитарий не является профессиональным участником рынка ЦБ и, соответственно, не признается депозитарием, ему не может быть открыт счет номинального держателя в российском депозитарии. Российские депозитарии открывают счета депозитариям-нерезидентам только со статусом собственников ценных бумаг, а не номинальных держателей (Аксенова, 2007).</p>	<p>Быть депонентами Центрального депозитария РК (т. е. открывать счета номинального держания) могут не только профессиональные участники рынка ЦБ, являющиеся номинальными держателями ценных бумаг в соответствии с казахстанским законодательством, но и иностранные депозитарии и кастодианы.</p>
Публичное размещение и/или обращение ценных бумаг иностранных эмитентов	<p>Существует перечень и справочник иностранных финансовых инструментов, квалифицированных ФСФР в качестве ценных бумаг. К публичному размещению и (или) обращению в РФ могут быть допущены ЦБ ограниченного круга эмитентов. Обязательным условием для размещения ЦБ иностранных эмитентов является регистрация проспекта этих бумаг ФСФР. К публичному обращению могут быть допущены иностранные ценные бумаги только при наличии решения фондовой биржи. При этом биржа может принять такое решение только в отношении тех ЦБ, которые прошли процедуру листинга на одной из бирж, входящих в перечень, определенный ФСФР (за исключением ЦБ международных финансовых организаций).</p>	<p>К обращению на организованном рынке ЦБ РК допускаются негосударственные ценные бумаги, выпущенные в соответствии с законодательством иностранных государств, и ЦБ международных финансовых организаций, допущенные в официальный список фондовой биржи. Перечень международных финансовых организаций, чьи эмиссионные ценные бумаги допускаются к обращению в торговой системе фондовой биржи, устанавливается фондовой биржей по согласованию с уполномоченным органом по регулированию и надзору финансового рынка и финансовых организаций.</p> <p>Для включения акций и долговых ценных бумаг в сектор первой категории к эмитентам предъявляются весьма жесткие требования.</p>

1. Взаимопроникновение фондовых рынков и их инфраструктуры

	Российская Федерация	Республика Казахстан
Эмиссия национальных депозитарных расписок на иностранные ценные бумаги	<p>В законе РФ установлены требования к эмитенту РДР. Им может быть депозитарий, отвечающий требованиям ФСФР по размеру собственного капитала и осуществляющий свою деятельность не менее трех лет. В настоящее время в список входят 64 организации, в основном центральные депозитарии различных государств, в том числе и Центральный депозитарий ценных бумаг РК. В случае, если эмитент представляемых ЦБ не принимает на себя обязательства перед владельцами РДР, то их эмиссия допускается при условии включения представляемых ценных бумаг в котировальные списки иностранных фондовых бирж, входящих в перечень, установленный ФСФР.</p> <p>Особенности ведения реестра РДР закреплены в порядке ведения реестра владельцев РДР. В соответствии с данным порядком ведение реестра владельцев РДР может осуществлять либо сам эмитент (т.е. депозитарий), причем независимо от числа владельцев расписок, либо регистратор.</p> <p>Следует отметить, что в случае с РДР законодательство опередило потребности рынка, поскольку до настоящего времени не было зарегистрировано ни одного выпуска РДР.</p>	<p>В соответствии с законом РК:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) у эмитента КДР должна быть лицензия на осуществление кастодиальной деятельности; 2) акции эмитента КДР должны входить в официальный список высшей категории фондовой биржи; 3) эмитент КДР должен обладать действующими системами управления рисками и корпоративного управления. <p>Кроме этого, эмитент базового актива не должен быть зарегистрирован либо аффилирован с организацией на территории оффшорных зон. Эмитент базового актива должен иметь рейтинговую оценку не ниже «BB-» по классификации международных рейтинговых агентств Standard & Poor's или Fitch Rating Ltd. Для выпуска депозитарных расписок на акции организаций-резидентов Казахстана данные акции должны быть включены в первую категорию сектора «акции» официального списка фондовой биржи, осуществляющей деятельность на территории РК.</p> <p>Учет и подтверждение прав собственности на КДР осуществляется Центральным депозитарием ценных бумаг РК. До настоящего времени выпусков КДР зарегистрировано не было.</p>
Размещение ценных бумаг национальных эмитентов за пределами страны	<p>В соответствии с законом РФ «О рынке ценных бумаг» российские эмитенты вправе размещать ЦБ за пределами РФ, в том числе посредством размещения в соответствии с иностранным правом ценных бумаг иностранных эмитентов, удостоверяющих права в отношении эмиссионных ценных бумаг российских эмитентов, но только по разрешению ФСФР России при соблюдении ряда условий. Также существует целый ряд условий по количеству акций российских эмитентов, размещение и (или) организацию обращения которых предполагается осуществлять за пределами РФ.</p>	<p>Организация-резидент РК осуществляет размещение акций на территории иностранного государства при условии их включения в первую категорию сектора «акции» официального списка фондовой биржи, осуществляющей деятельность на территории РК. При этом размещение акций банка на территории иностранного государства возможно также при включении данных ЦБ в сектор «Нелистинговые ценные бумаги» списка фондовой биржи, осуществляющей деятельность на территории РК.</p>

Таблица 1.4.
Регулирование фондовых рынков в России и Казахстане

рания и особенно недостаточное описание функциональных обязанностей счетной комиссии в законе – источник возникновения корпоративных конфликтов.

В Казахстане на 1 июля 2010 года лицензию на осуществление *деятельности регистратора* имеют 11 профессиональных участников рынка, которые выполняют указанную деятельность независимо от количества обслуживаемых ими эмитентов. С ними взаимодействуют три лицензированных трансфер-агента. Ведение системы реестров держателей ЦБ обязательно для эмиссионных ценных бумаг и должно осуществляться регистратором, что выгодно отличается от соответствующего российского законодательства, позволяющего эмитенту ЦБ с числом владельцев менее 50 самостоятельно вести их реестр.

На 1 июля 2010 года лицензию на осуществление *депозитарной деятельности* в России имели 738 участников рынка ЦБ. Большинство из них используют данную лицензию для обеспечения доступа своих клиен-

Ведение системы реестров держателей ценных бумаг в Казахстане обязательно для эмиссионных ценных бумаг и должно осуществляться регистратором, что выгодно отличается от соответствующего российского законодательства, позволяющего эмитенту ценных бумаг с числом владельцев менее 50 самостоятельно вести их реестр.

1. Взаимопроникновение фондовых рынков и их инфраструктуры

тов в расчетно-депозитарные системы и реестры, выполняя функции клиентских (кастодиальных) депозитариев. Соответственно, депозитарии используются профессиональными участниками рынка ЦБ и рынка коллективных инвестиций РФ для обеспечения оборота акций и паев паевых инвестиционных фондов (ПИФ) без обращения непосредственно к регистратору, путем учета прав собственности на ценные бумаги на счетах депо и представления интересов владельцев в реестре или другом депозитарии в качестве номинального держателя.

Одним из основных недостатков учетной инфраструктуры российского фондового рынка является слабое законодательное и нормативное регулирование. Оно подвержено частым изменениям и осложняется исторически сложившейся организацией торговой и учетной систем.

Существенные проблемы в нормативном регулировании депозитарной деятельности связаны с недостатками федерального закона «О рынке ценных бумаг». Положение осложняется и тем, что Банк России по-прежнему весьма широко трактует свои полномочия по установлению особенностей депозитарного учета прав на государственные ценные бумаги и издает собственные нормативные акты в этой сфере без согласования с федеральным органом исполнительной власти и профессиональным сообществом. В результате депозитарии вынуждены поддерживать специальные системы учета и планы счетов, не соответствующие ни нормативным актам ФСФР, ни сформировавшимся обычаям делового оборота, оформленным в стандартизирующие документы саморегулируемых организаций.

Существование разных подходов к регулированию одной и той же деятельности (учет прав собственности клиента на бездокументарные финансовые инструменты в виде записи на счетах) представляется неоправданным. Один из основных недостатков учетной инфраструктуры российского фондового рынка заключается в ее слабом законодательном и нормативном регулировании. Оно подвержено частым изменениям и осложняется исторически сложившейся организацией торговой и учетной систем.

Согласно требованиям ФСФР учет прав на ценные бумаги иностранных эмитентов, предполагаемые к публичному размещению (обращению) в РФ, необходимо осуществлять в депозитарии, деятельность которого должна соответствовать общим для депозитариев требованиям. Кроме того, ФСФР предъявляет особые требования к такому депозитарию:

- 1) срок осуществления им депозитарной деятельности должен составлять не менее одного года;
- 2) услуги, связанные с получением доходов по ценным бумагам иностранных эмитентов и иных выплат, причитающихся владельцам ЦБ иностранных эмитентов, оказываются депозитарием каждому лицу (депоненту), права которого на ценные бумаги иностранных эмитентов учитываются таким депозитарием.

Проблема иностранного номинального держателя основана на боязни утечки ликвидности, то есть переноса активности с российского рынка ценных бумаг на торговые площадки других стран.

Помимо этого, у данного депозитария должен быть открыт счет лица, действующего в интересах других лиц, в иностранной организации, осуществляющей учет прав на ценные бумаги и включенной в перечень ФСФР.

Столь жесткие требования к депозитариям – следствие проблемы иностранного номинального держателя. Она основана на боязни утечки ликвидности, то есть переноса активности с российского рынка ЦБ на торговые площадки других стран (Головнин и др., 2010). Отказ от доступа к отечественным фондовым рынкам чреват потерей потенциальных объемов оборотов для России и стран СНГ.

Депозитарная система Республики Казахстан является двухуровневой. На первом уровне находится Центральный депозитарий ценных бумаг (ЦДРК). На втором – брокеры/дилеры I категории (т.е. обладающие правом ведения счетов клиентов в качестве номинального держателя [могут регистрировать сделки с ЦБ]) и банки, осуществляющие кастодиальную деятель-

ность. На 1 июля 2010 года на рынке РК действуют 11 банков-кастодианов, а лицензию на осуществление брокерской и/или дилерской деятельности имеет 81 организация. При этом ЦД РК начал устанавливать корреспондентские отношения с депозитариями стран СНГ раньше РФ (Головнин и др., 2010).

Суммируя вышесказанное, российский закон «О рынке ценных бумаг» не признает лицензии профессиональных участников, выданные в соответствии с законодательством других государств. Учетные организации РФ не открывают счетов номинального держания нерезидентам, в том числе депозитариям и другим номинальным держателям. Открытие российскими депозитариями счетов номинального держания возможно только депозитариям, имеющим соответствующую лицензию, выданную ФСФР России. В результате невозможно установление корреспондентских отношений между депозитариями и другими номинальными держателями и, соответственно, осуществление расчетов по сделкам с ЦБ (поставка ЦБ и денег). Казахстанским законодательством необходимые нормы уже предусмотрены. Быть депонентами Центрального депозитария РК (открывать счета номинального держания) могут не только профессиональные участники рынка ценных бумаг, являющиеся номинальными держателями ценных бумаг в соответствии с казахстанским законодательством, но и иностранные депозитарии и кастодианы.

Размещение иностранных ценных бумаг

Сравнение законодательной базы двух стран для встречного движения капиталов в форме инструментов рынка ЦБ позволяет говорить о том, что определенные правовые предпосылки для такого движения уже заложены. Но при этом существующие различия в законодательстве создают ряд препятствий. Это законодательные ограничения в обеих странах, касающиеся взаимного допуска профессиональных участников и организации эмиссии и вывода ценных бумаг на фондовые рынки Казахстана и России.

В настоящее время существует две возможности для размещения иностранных ценных бумаг в РФ и РК:

- публичное размещение и/или обращение ценных бумаг иностранных эмитентов;
- эмиссия национальных депозитарных расписок на иностранные ценные бумаги.

Законодательные ограничения в обеих странах по взаимному допуску профессиональных участников и организации эмиссии и вывода ценных бумаг на фондовые рынки Казахстана и России создают препятствия для встречного движения капиталов.

Важно отметить, что допуск к *публичному обращению иностранных ценных бумаг* на фондовых рынках обоих государств устанавливается фондовой биржей по согласованию с уполномоченным органом по регулированию и надзору финансового рынка. В России, в отличие от допуска к публичному обращению, *публичное размещение иностранных ценных бумаг* возможно только на основании решения ФСФР. Но инициатором и спусковым механизмом публичного размещения иностранных ценных бумаг являются российские фондовые биржи, на которые возлагается миссия вывода указанных бумаг на российский фондовый рынок. Однако российская биржа может принять такое решение только в отношении ЦБ, прошедших процедуру листинга на одной из бирж, входящих в перечень ФСФР (за исключением ценных бумаг международных финансовых организаций), которая при этом должна быть членом одной из следующих организаций:

- Всемирной ассоциации бирж;
- Федерации евро-азиатских бирж;
- Международной ассоциации бирж стран СНГ.

Кроме того, местом учреждения соответствующих бирж должно быть одно из государств – членов Организации экономического сотрудничества и развития / Группы разра-

1. Взаимопроникновение фондовых рынков и их инфраструктуры

ботки финансовых мер борьбы с отмыванием денег/ Комитета экспертов Совета Европы по оценке мер противодействия отмыванию денег и финансированию терроризма (МАНИВЭЛ). Это может быть государство, с соответствующим органом которого у ФСФР заключено соглашение о порядке взаимодействия (ФСФР, 2010). Если на основании решения биржи ценные бумаги не могут быть допущены к публичному обращению, то они могут быть допущены к нему решением ФСФР России при условии соответствия допустимому уровню ликвидности и инвестиционного риска.

Особенность действующего закона РФ «О рынке ценных бумаг» – он регулирует не только публичные размещения и обращение иностранных ценных бумаг, но и регламентирует процедуру частного размещения на российском фондовом рынке. Если иностранный эмитент не собирается публично предлагать и размещать свои ЦБ в РФ, но все-таки предлагает их к размещению среди ограниченного круга лиц, ему необходимо получить соответствующее разрешение ФСФР и зарегистрировать проспект иностранных ценных бумаг, а для обращения ЦБ на территории РФ – представить уведомление о завершении их размещения.

Для прихода иностранных ценных бумаг на российский рынок необходимо решить проблему обеспечения раскрытия информации о ценных бумагах и их эмитентах.

Одна из главных проблем, которую необходимо решать для прихода иностранных ценных бумаг на российский рынок, – обеспечение раскрытия информации. Как известно, рынок ЦБ – это во многом рынок информации, чем быстрее и полнее раскрывается информация о ценных бумагах и их эмитентах, тем конкурентоспособнее рынок, на котором обращаются данные инструменты. С точки зрения обращения иностранных ценных бумаг закон возлагает на российскую фондовую биржу, допустившую к торговле иностранные ценные бумаги, обязанность обеспечивать раскрытие информации о них и их эмитенте. Обеспечение раскрытия этой информации эксперты ФСФР считают задачей, с которой российские фондовые биржи вполне в состоянии справиться (Медведева, Филимошин, 2010). Необходи-

мо отметить, что задача полноценного раскрытия информации о корпоративных событиях эмитентов российских ценных бумаг удовлетворительным образом на российском фондовом рынке до сих пор не решена.

Согласно казахстанскому законодательству *выпуск акций нерезидентов Республики Казахстан невозможен. Размещение ценных бумаг нерезидентов*, выпущенных как по законодательству Казахстана, так и по законодательству другой страны, в том числе России, подлежит лицензированию.

Выпуск ценных бумаг за рубежом

Данный аспект в законодательстве обеих стран содержит наибольшее число барьеров для взаимной интеграции фондовых рынков. Выпуск за рубежом и размещение ЦБ резидентов среди нерезидентов согласно казахстанскому законодательству осуществляются при условии, что ранее выпущенные эмиссионные ценные бумаги эмитента включены в список фондовой биржи на территории РК. Кроме того, размещение ЦБ резидентов среди нерезидентов подлежит регистрации как валютная операция, связанная с движением капитала для инвестиций резидентов за границу.

В настоящее время российские нормативные акты устанавливают больше ограничений для обращения ценных бумаг иностранных эмитентов по сравнению с аналогичными по предмету регулирования казахстанскими нормативными актами.

Пока ценные бумаги иностранных эмитентов на российском рынке публично не обращаются, их размещения также не происходило, но можно считать, что предпосылки для этого в настоящее время созданы. Нормативные акты России и Казахстана предусматривают такую возможность. Однако в настоящее время российское законодательство устанавливает больше ограничений для обращения ценных бумаг иностранных эмитентов по сравнению с аналогичными казахстанскими нормативными актами.

1.3. Международные соглашения и их применение в целях развития фондовых рынков обеих стран

Россия и Казахстан являются участниками различных интеграционных объединений. Наиболее последовательно вопросы обеспечения эффективной интеграции финансовых, в том числе фондовых, рынков РК и РФ рассматриваются и решаются в рамках ЕврАзЭС. Государствами – участниками Сообщества в 2004 году было заключено соглашение о сотрудничестве на рынке ЦБ (ЕврАзЭС, 2004), среди целей которого – создание межгосударственного рынка ЦБ.

В документе содержатся положения о том, что участвующие в нем стороны обязуются принять меры:

1) по гармонизации законодательства, регулирующего:

- эмиссию ценных бумаг;
- допуск ценных бумаг резидентов к размещению и обращению на территории другой стороны;
- допуск к размещению и обращению ценных бумаг нерезидентов;
- деятельность профессиональных участников рынка ЦБ и института коллективных инвестиций³;
- раскрытие информации на рынке ЦБ;

а также устанавливающего:

- квалификационные требования к профессиональным участникам рынка ЦБ и института коллективных инвестиций;
- требования к совершению сделок на рынке ЦБ;

2) по гармонизации кодексов корпоративного поведения;

3) по выработке единых подходов к осуществлению контроля на рынке ЦБ.

На сегодняшний день финансовые рынки всех государств, представленных в ЕврАзЭС, можно отнести к группе развивающихся. Так, согласно докладу *World Economic Forum* (WEF, 2009) в 2008 году объем торгов на фондовых рынках России и Казахстана (ведущие экономики в Сообществе) составил, соответственно, 58.45 и 8.57% ВВП. Следует учесть, что уровень развития банковской сферы остальных стран ЕврАзЭС существенно отстает от стран-лидеров и отодвигает планы по созданию общего фондового рынка в разряд перспективных. Учитывая изложенное, целесообразно в рамках сообщества в первую очередь опираться на взаимодействие рынков капитала России и Казахстана как наиболее развитых с последующим подключением рынков остальных государств – членов ЕврАзЭС и Украины, хотя и не являющейся его участницей, но имеющей тесно связанную с ним экономику.

К сожалению, приходится признать, что в настоящее время интеграционные процессы на рынках ЦБ государств – членов Сообщества еще не вышли из начальной стадии. В качестве иллюстрации реального состояния дел в этой области можно привести тот факт, что до настоящего времени между регулирующими органами России и Казахстана до сих пор не заключены меморандумы о взаимопонимании и обмене информацией. Также отметим, что в уже упоминавшемся перечне иностранных фондовых бирж (прохождение процедуры листинга на них – обязательное условие для принятия российской фондовой биржей решения о

³ Под институтом коллективных инвестиций понимаются инвестиционные фонды, негосударственные пенсионные фонды, управляющие компании и специализированные депозитарии инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов, а также иные организации, относящиеся к институту коллективных инвестиций в соответствии с законодательством каждой из сторон.

1. Взаимопроникновение фондовых рынков и их инфраструктуры

допуске ценных бумаг иностранных эмитентов к торгам без решения федерального органа исполнительной власти по рынку ЦБ об их допуске к публичному размещению и (или) публичному обращению в Российской Федерации) отсутствует KASE.

Существенным шагом на пути создания работающей базы международных соглашений, направленных на развитие рынка капитала не только РФ и РК, но и Украины, и Беларуси, могло бы стать возобновление работы над проектом соглашения «О внедрении международных стандартов расчетов по сделкам с ценными бумагами и деривативами» с участием четырех стран, которая была приостановлена в 2005 году в связи с фактическим отказом тогдашнего руководства Украины от участия в интеграционных процессах в рамках создания Единого экономического пространства. Проектом соглашения предусматривались: гармонизация законодательства в части расчетов на рынке ЦБ, учета и хранения ценных бумаг, по конкретным направлениям, включая структуру и организацию национальных учетных систем; осуществление депозитарного учета; взаимодействие институтов учетных систем и клиринговых организаций сторон; расчеты по сделкам с ЦБ, в том числе трансграничные расчеты.

Статья 9 проекта соглашения устанавливала следующие общие принципы расчетов сделок с ценными бумагами:

«Стороны считают, что исполнение поручений для расчетов по сделкам с ценными бумагами, совершенным на регулируемом рынке, должно происходить не позднее следующего рабочего дня с момента подачи соответствующих поручений в депозитарную организацию или реестродержателю, если только само поручение не предусматривает проведение расчетов в более поздний срок.

Стороны признают, что эффективность расчетов по сделкам с ценными бумагами может быть достигнута только с помощью полномасштабного перехода на обмен электронными сообщениями в признанных международных форматах и автоматизации обработки этих сообщений».

Представляется, что актуальность и содержательная ценность этих принципов расчетов по ценным бумагам сохраняется и в настоящий момент, несмотря на то, что в 2008 году Интеграционным комитетом ЕврАзЭС предпринимались определенные усилия по подготовке проекта соглашения о создании условий на финансовых рынках для обеспечения свободного движения капитала.

2. Уровень и структура потребностей и предпочтений во взаимном выходе на фондовые рынки

- Изучение потребностей и предпочтений участников рынка обеих стран во взаимном выходе на рынки капитала – основа для законодательной и организационной настройки систем регулирования, а также инфраструктуры финансовых рынков.
- Результаты опроса (стр. 27–35) подтверждают выводы сравнительного анализа законодательства, регулирующего финансовые рынки.

Подготовка настоящего обзора сопровождалась проведением анкетного опроса среди профессиональных участников рынков Казахстана и России. Основная цель опроса состояла в изучении мнений организаций относительно планов и предпочтений по взаимному выходу профучастников на рынки рассматриваемых стран, достаточности существующих механизмов для реализации этой цели, а также существующих проблем и препятствий в рассматриваемой сфере. Так, помимо общих вопросов о деятельности организаций, анкета включала разделы по инвестициям в рынок ЦБ соседнего государства, размещению ценных бумаг, а также сотрудничеству фондовых бирж Казахстана и России. Набор вопросов обусловлен нацеленностью опроса на максимально широкий охват респондентов по специализации. Результаты опроса призваны послужить наглядным подтверждением выводов относительно перспектив взаимной интеграции финансовых рынков двух стран, выдвинутых в обзоре.

2.1. Опрос профучастников фондовых рынков РФ и РК

Казахстан: Категории и специализация участников фондового рынка

Среди казахстанских участников опроса, большинство респондентов представлено профессиональными участниками рынка (82.4%).



Рисунок 2.1.
Категории участников опроса

Структура специализации участников опроса от РК свидетельствует о распространенности допускаемых законодательством совмещений видов профессиональной деятельности на рынке ЦБ (см. рисунок 2.2). Наиболее распространенная комбинация – сочетание деятельности брокера/дилера по ценным бумагам и управление инвестиционным портфелем. В целом характерно совмещение значительного числа видов профессиональной деятельности, что свидетельствует об определенной гибкости казахстанского законодательства в этом отношении. В плане взаимодействия данный факт создает предпосылки для обеспечения настройки под свои потребности функционала казахстанской организации, выбираемой российским инвестором или профессиональным участником рынка в качестве партнера.

2. Уровень и структура потребностей и предпочтений во взаимном выходе на фондовые рынки

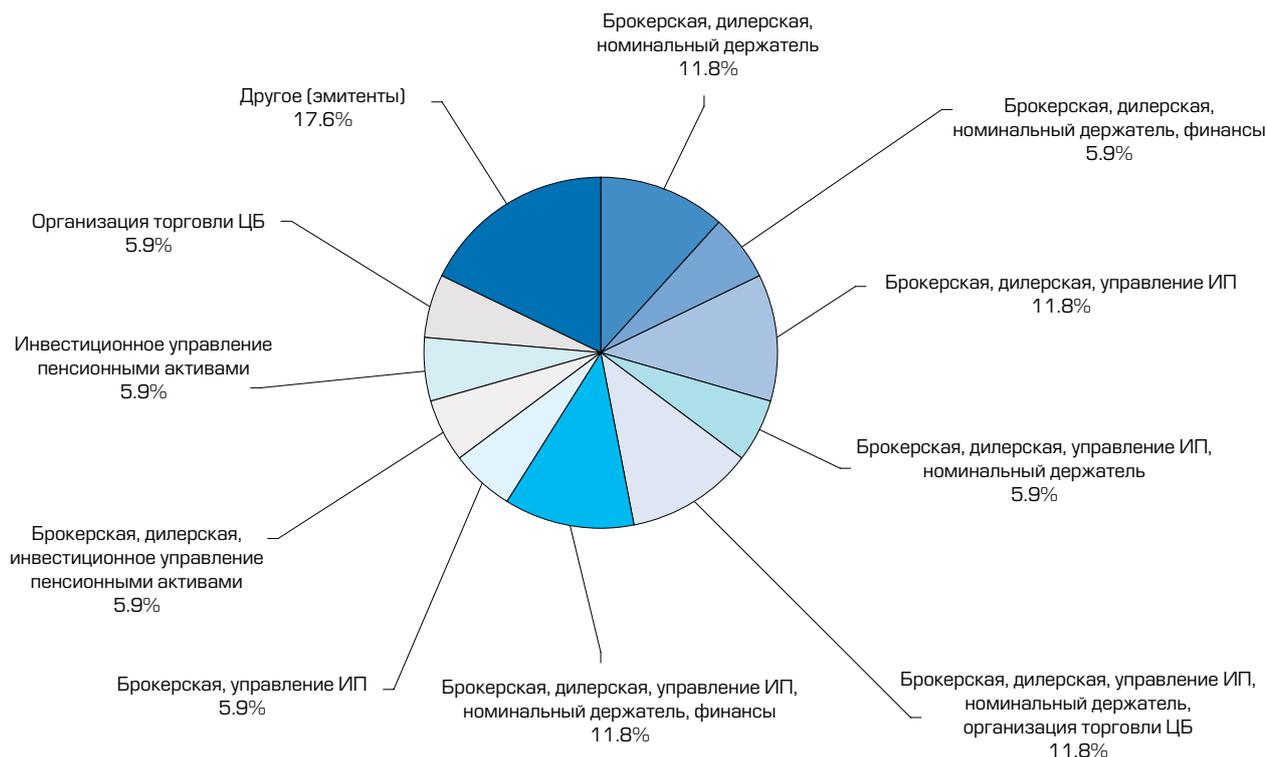


Рисунок 2.2.

Совмещение видов профессиональной деятельности казахстанскими респондентами

Согласно полученным данным на фондовом рынке РК наиболее распространены деятельность брокера и/или дилера и управление инвестиционным портфелем (ИП) (см. рисунок 2.3). Об этом же говорит и структура выданных АФН Казахстана лицензий (см. таблицу 2.1).

Казахстан: Инвестиции в российский рынок ценных бумаг

Дочерние структуры в России имеют 17.6% опрошенных (см. рисунок 2.4), ценными бумагами российских эмитентов владеют 29.4%. С учетом 11.8% респондентов, уклонившихся от ответа на вопрос о владении такими ценными бумагами, можно предположить, что их число даже несколько больше (порядка 35%). Подобное распределение говорит о том, что владение иностранными финансовыми инструментами более доступно, чем учреждение дочерних структур участника рынка капитала на территории соседнего иностранного государства. Хотя с учетом сравнительной развитости рынка ЦБ РФ и его достаточно большой (по сравнению с рынком РК) ликвидностью число казахстанских профучастников, владеющих ценными бумагами российских эмитентов, могло быть выше.

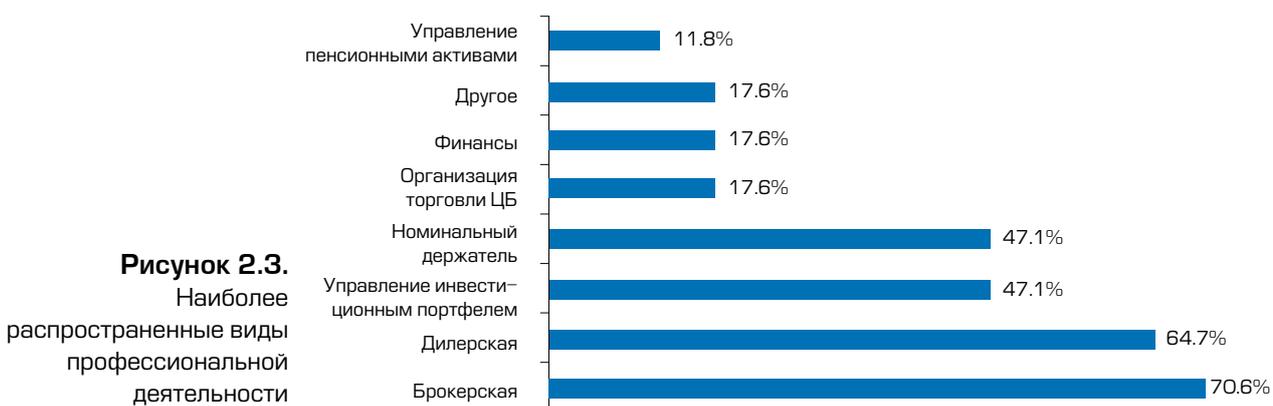


Рисунок 2.3.

Наиболее распространенные виды профессиональной деятельности

2. Уровень и структура потребностей и предпочтений во взаимном выходе на фондовые рынки

Наименование профессиональных участников	По состоянию на 01.01.07	По состоянию на 01.01.08	По состоянию на 01.01.09
Брокеры и/или дилеры	69	87	84
Брокеры РФЦА	1	19	20
Регистраторы	17	17	15
Кастодианы	9	10	11
Организация, осуществляющая инвестиционное управление пенсионными активами	13	11	13
Управляющие инвестиционным портфелем	37	61	66
Саморегулируемая организация	2	2	2
Трансфер-агенты	2	3	4
Депозитарий	1	1	1
Организатор торгов	1	1	1
Итого	152	212	217

Таблица 2.1.
Количество организаций по видам профессиональной деятельности (Казахстан)

Источник: АФН Казахстана (2009)

Полученные данные позволяют отметить определенную вовлеченность казахстанских профессиональных участников в российский рынок ЦБ.



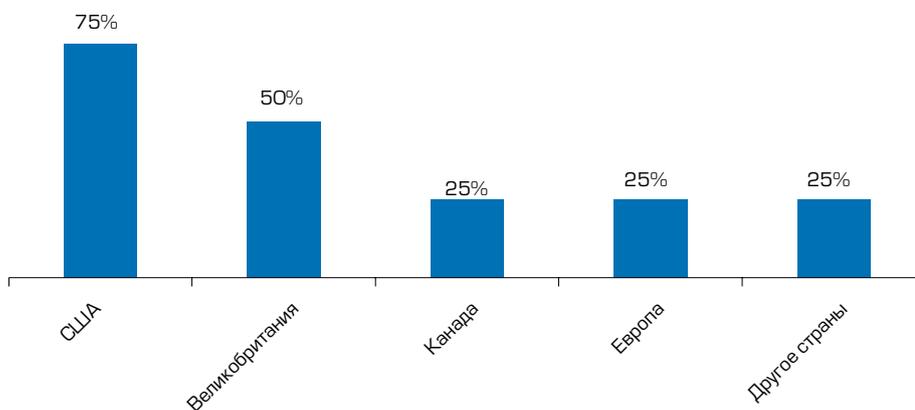
Рисунок 2.5.
Владение ценными бумагами российских эмитентов

Большинство организаций, уже владеющих ценными бумагами российских эмитентов, имеет планы по дальнейшему приобретению бумаг эмитентов РФ в течение ближайших шести месяцев (анкетирование проводилось в апреле-мае 2010 года). Среди опрошенных, у которых в настоящее время нет российских ЦБ, более 30% также заявили о намерении приобрести такие бумаги. Эти данные позволяют сделать вывод о привлекательности российского рынка капитала для казахстанских профессиональных участников рынка.

2. Уровень и структура потребностей и предпочтений во взаимном выходе на фондовые рынки

При этом 25% респондентов РК владеют ценными бумагами эмитентов других государств (см. рисунок 2.6). Участники опроса отметили, что преимущество фондового рынка этих государств заключается в развитости и разветвленности фондового рынка, удовлетворяющего потребности эмитента и инвестора. Данные рынки, по мнению респондентов, предлагают ликвидность и представляют собой среду с очень хорошим уровнем регулирования.

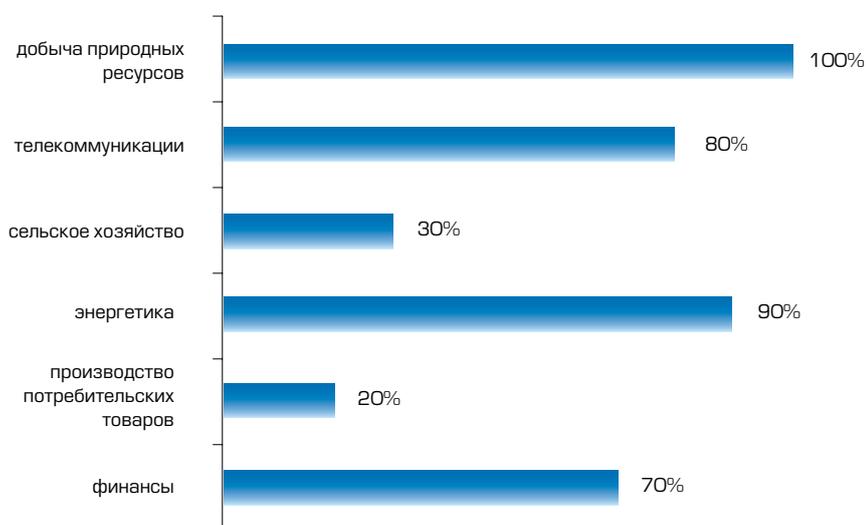
Рисунок 2.6.
Владение ценными бумагами эмитентов других государств



Кроме того, респонденты указали, что ценные бумаги российских эмитентов приобретаются не на российской бирже, а на международных биржах в виде GDR и ADR.

Для казахстанских профучастников представляют интерес российские ЦБ следующих секторов (см. рисунок 2.7):

Рисунок 2.7.
Приоритетные сектора для казахстанских профучастников



Все респонденты, ответившие на данный вопрос, указали сектор добычи природных ресурсов. Большинство также назвали сектор энергетики. Существенный интерес для казахстанских профучастников представляют российский сектор телекоммуникаций и финансы.

Как уже отмечалось, от 29% до 35% опрошенных казахстанских организаций являются владельцами ценных бумаг российских эмитентов. Из них более 85% представлены в реестрах владельцев ЦБ через расчетные депозитарии, 14% представлены в реестрах напрямую. Из тех, кто представлен в реестрах депозитариев, выступающих номинальными держателями российских ЦБ, равное число опрошенных отдали предпочтение услугам расчетных депозитариев и российских кастодианов. Одна из принявших участие в опросе организаций работает с российской дочерней структурой западного кастодиана с депозитарной лицензией.

Казахстан: Оценка качества услуг российских организаций по учету прав собственности на ценные бумаги

Оценивая качество сотрудничества с институтами по учету прав собственности на ценные бумаги российских эмитентов, свыше 70% участников опроса в целом выразили удовлетворенность предоставляемыми услугами. Качество обслуживания оценивалось по таким критериям, как цена, скорость, удобство, дополнительные услуги, отсутствие сбоев в работе этих организаций, по пятибалльной шкале (5 – максимально высокая оценка). Практически по всем критериям респонденты поставили высокие оценки. Так, скоростью обслуживания довольны 80% опрошенных, цена услуг в целом устраивает 60%. Удобству организации процесса взаимодействия, предложению дополнительных услуг и отсутствию сбоев казахстанские организации единодушно выставили высокие баллы.

Те участники, которые не удовлетворены качеством обслуживания, основной причиной такой оценки называют высокую стоимость услуг расчетных депозитариев. Одна из опрошенных организаций, представленная в реестре через расчетный депозитарий, отметила также недостаточный уровень информационного взаимодействия с указанным институтом.

64% ответивших на вопрос о желательности прямого взаимодействия с реестрами ценных бумаг российских эмитентов посредством электронного документооборота с использованием электронной цифровой подписи выразили намерение использовать данный механизм.

Казахстан: Трудности при взаимодействии с российскими финансовыми институтами

Ответы казахстанских респондентов на вопрос о том, что представляет для них наибольшие трудности при взаимодействии с российскими финансовыми, в том числе учетными институтами (см. таблицу 2.2), в основном сконцентрировались вокруг темы законодательных ограничений по вопросу двойного номинального держания:

Невозможность двойного номинального держания ценных бумаг российских эмитентов представляет собой трудность при осуществлении прямых инвестиций в России для казахстанских клиентов
Отсутствие центрального депозитария ЦБ в России
Законодательство РК ограничивает деятельность финансовых институтов за пределами республики
Законодательные ограничения по открытию счетов в иностранных банках-кастодианах, в том числе и российских
Законодательства РК и РФ не позволяют приобретать ЦБ российских эмитентов на ММВБ и РТС, поскольку по законодательству России ценные бумаги должны храниться в российском депозитарии, а по законодательству Республики Казахстан – учитываться у местного кастодиана. При этом казахстанский кастодиан и депозитарий не могут открыть счета в депозитарии Российской Федерации. Это создает сложность для выхода именно на площадки ММВБ и РТС
В настоящее время острой остается проблема предоставления права номинального держания ЦБ российских эмитентов иностранным брокерам и создания механизма подтверждения прав конечных держателей ценных бумаг. Ранее этот вопрос поднимался в Ассоциации финансистов Казахстана (АФК). Решение данного вопроса позволит также реализовать право казахстанских инвесторов, являющихся держателями ценных бумаг российских эмитентов, на получение информации о деятельности общества (по акциям и депозитарным распискам, базовым активом которых являются акции) и иные права, связанные с владением данными ЦБ, а также позволит обеспечить защиту их интересов
Для казахстанского профучастника самая большая проблема при выходе на зарубежные рынки как брокера состоит в ограничении законодательством РК возможности открывать кастодиальные счета в зарубежных кастодианах. Этот вопрос решается уже не первый год, но пока безрезультатно. Сейчас в этом вопросе пытается участвовать АФК, периодически собираются рабочие группы. Но АФН решать эту проблему пока не торопится

Таблица 2.2.
Трудности при взаимодействии с российскими финансовыми институтами

Казахстан: Размещение ценных бумаг в Российской Федерации

Что касается перспектив вывода собственных ценных бумаг на российский рынок, то такую возможность рассматривают лишь около 12% ответивших казахстанских организаций (см. рисунок 2.8). Значительное число респондентов оставило данный вопрос без ответа (29%). В целом можно говорить о том, что казахстанские профучастники не заинтересованы в выводе собственных ценных бумаг на российский рынок.

Рисунок 2.8.
Заинтересованность
в выводе ценных бумаг
для обращения в России



В отношении заинтересованности казахстанских организаций в выпуске российских депозитарных расписок на свои ценные бумаги (как формы привлечения российских портфельных инвестиций) 88% респондентов сообщили об отсутствии интереса, а 12% оставили вопрос без ответа.

В качестве предпочтительного способа вывода казахстанских ценных бумаг на российский фондовый рынок респонденты указали выпуск РДР (12%), непосредственное обращение (12%), создание возможности расчета по российским бумагам в международных расчетно-клиринговых системах Euroclear и Clearstream (6%). 70% респондентов оставили данный вопрос без ответа.

Полученные данные позволяют сделать заключение: казахстанские профучастники и эмитенты в настоящее время не проявляют большой заинтересованности в выводе своих ценных бумаг на российский рынок. Соответственно, и проблема выбора профессиональных посредников для такого выхода из числа российских участников рынка для них пока неактуальна. Что касается перспектив выпуска РДР, то до настоящего времени не было зарегистрировано ни одного, поэтому казахстанским участникам рынка, очевидно, сложно прогнозировать использование данного механизма. Само же обращение иностранных бумаг на российском фондовом рынке значительно ограничивается высоким уровнем требований российского законодательства.

Казахстан: Предложения по сотрудничеству

В качестве возможных форм сотрудничества казахстанские респонденты выдвинули следующие предложения.

- Объединение усилий по гармонизации законодательств двух стран. Консультации в области стратегического развития, PR-деятельности и маркетинга. Обмен биржевой информацией. Изучение опыта друг друга в плане развития IT-инфраструктуры, средств торговли и клиринга. Сотрудничество с целью развития IT-решений для казахстанского рынка производных финансовых инструментов.
- Открытие взаимных депозитов ЦД РК в российских депозитариях и наоборот для учета и перевода российских и казахстанских локальных ценных бумаг.
- Упрощение процедуры совместного листинга на российской и казахстанской фондовых биржах.
- Развитие правового обеспечения в сфере законодательства по сделкам «коротких продаж» – законодательное решение данного вопроса и технологическая поддержка. Ретрансляция информационных технологий по организации торгов в Казахстане.

- Сотрудничество и взаимодействие в области развития биржевой инфраструктуры. Сотрудничество с использованием передовых технологий биржевой торговли. Развитие срочного рынка.
- Дублирующий листинг.
- Интегрирование кастодиальных систем для снятия ограничений по торговле и для казахстанских инвесторов в России, и для российских инвесторов в Казахстане (как альтернатива выводу обоих рынков в Euroclear).
- Создание условий, при которых выход на рынок привлечения портфельных инвестиций для предприятий и организаций Казахстана и России будет существенно проще и дешевле, чем на аналогичные западные рынки.
- Вопросы о перспективах сотрудничества требуют организации взаимодействия всей инфраструктуры фондового рынка.

Россия: Категории и специализация участников фондового рынка

В отличие от специализации казахстанских участников опроса – почти половина опрошенных с российской стороны сами являются эмитентами ценных бумаг. Все они также профессиональные участники российского фондового рынка. Все участвующие в опросе организации совмещают различные виды деятельности, что дает им возможность предлагать комплексные услуги своим клиентам.

Можно выделить следующие виды деятельности российских респондентов (см. рисунок 2.9).

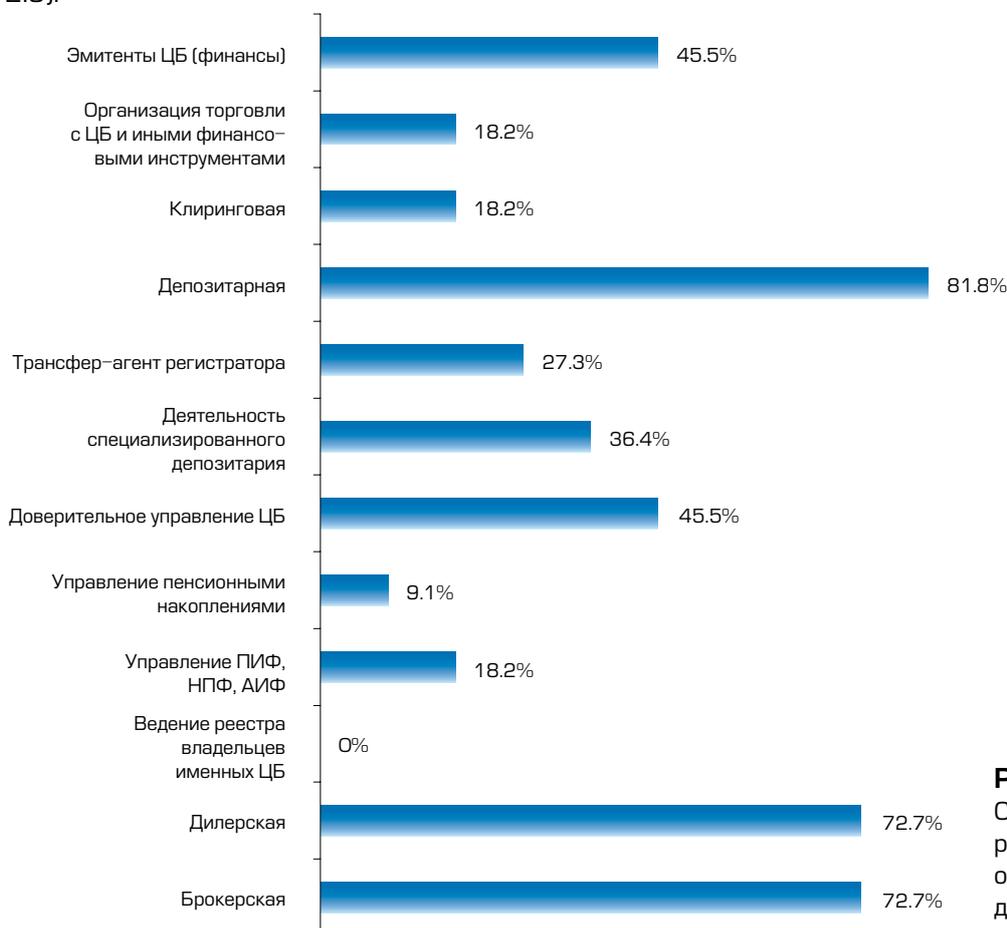


Рисунок 2.9. Специализация российских участников опроса по видам деятельности

Как видно из полученных данных, наиболее распространенным видом деятельности из предусмотренных российским законодательством является депозитарная деятельность. Она присутствует у 82% российских респондентов. К числу наиболее распространенных можно отнести брокерскую и дилерскую (73%), а также деятельность по доверительному управлению ЦБ (45%).

Россия: Инвестиции в рынок ценных бумаг РК

По сравнению с казахстанскими организациями, российские компании – участники опроса более глубоко представлены на рынке капитала Казахстана, так как одни и те же организации и владеют ценными бумагами эмитентов РК (см. рисунок 2.10), и имеют дочерние структуры в Казахстане (50%).

Рисунок 2.10.
Доля респондентов РФ,
владеющих ценными
бумагами казахстанских
эмитентов



82% российских участников опроса не планируют приобретение казахстанских ценных бумаг в течение ближайших шести месяцев. Российские участники финансового рынка, представляющие интересы российского бизнеса в целом, рассматривают РК в большей степени в качестве источника природных ресурсов и не слишком активно инвестируют и в другие отрасли экономики Казахстана. Интерес представляет и финансовый сектор. Полученные данные показывают, что участники российского рынка ЦБ в настоящее время не рассматривают РК в качестве места размещения собственных ценных бумаг.

Владеют ценными бумагами казахстанских эмитентов около 46% опрошенных. Из них более 36% представлены в реестрах владельцев ЦБ через ЦД РК, 18% представлены в реестрах напрямую. Остальные респонденты представлены либо через казахстанскую дочернюю структуру западного кастодиана с лицензией кастодиана, либо казахстанскую дочернюю структуру банка РФ с лицензией кастодиана.

Россия: Оценка качества услуг казахстанских учетных институтов

Оценивая качество сотрудничества с институтами по учету прав собственности на ценные бумаги в Казахстане, свыше 70% участников опроса выразили свою удовлетворенность предоставляемыми услугами. Качество обслуживания оценивалось по таким критериям, как цена, скорость, удобство, дополнительные услуги, отсутствие сбоев в работе этих организаций, по пятибалльной шкале (5 – максимально высокая оценка). Практически по всем критериям работы ЦД РК респонденты выставили исключительно высокие оценки. По работе с казахстанской дочерней структурой западного кастодиана респонденты отметили высокую стоимость услуг.

Россия: Размещение ценных бумаг в Казахстане

Большинство российских участников опроса не планируют выводить ценные бумаги на рынок Казахстана. Однако, если бы такое планировалось, 18% респондентов предпочли бы непосредственное обращение своих бумаг на фондовом рынке Казахстана. Это позволило бы воспользоваться услугами ЦД РК. В качестве причин соответствующих оценок указывают большую прозрачность такой формы выхода для местных инвесторов и отсутствие избыточных комиссий посредникам. Следует отметить, что российские организации пока не проявляют интереса к возможности выпуска КДР на ценные бумаги российских эмитентов.

Россия: Проблемы при взаимодействии с казахстанскими финансовыми институтами

В качестве трудностей при взаимодействии с казахстанскими финансовыми, в том числе учетными институтами российские респонденты отметили следующее:

Отсутствие полноценного электронного документооборота (SWIFT или иных стандартов) для осуществления документооборота с ЦД РК
Требование к раскрытию информации о конечном владельце ценных бумаг на дату фиксации реестра в течение 24 часов ⁴
Неурегулированность вопроса по хранению российских локальных ценных бумаг в ЦД РК, кастодианах Казахстана и депозитариях РФ

Таблица 2.3.
Трудности при взаимодействии с казахстанскими финансовыми институтами

Возможные источники взаимных портфельных инвестиций

В качестве возможного источника портфельных российских инвестиций в ЦБ казахстанских организаций теоретически можно рассматривать средства негосударственных пенсионных фондов или же управляющих компаний, в первую очередь, накопительную часть трудовых пенсий. В настоящее время в соответствии с федеральным законом от 24 июля 2002 года № 111-ФЗ (в редакции от 27 декабря 2009 года) «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации» пенсионные накопления могут быть размещены в:

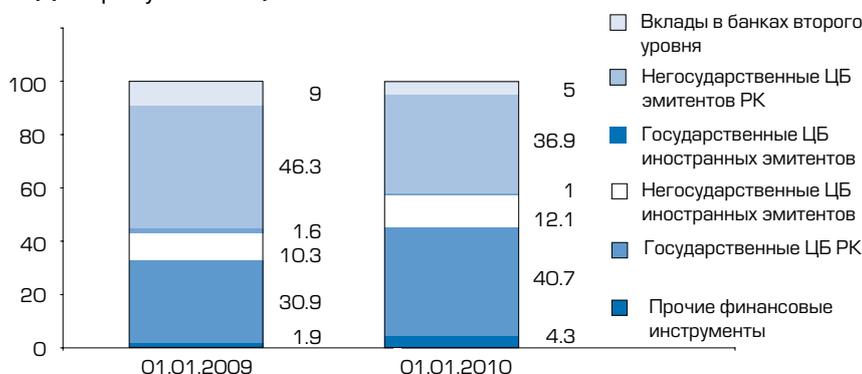
- государственные ценные бумаги РФ;
- государственные ценные бумаги субъектов РФ;
- облигации российских эмитентов;
- акции российских эмитентов, созданных в форме открытых акционерных обществ;
- паи (акции, доли) индексных инвестиционных фондов, размещающих средства в государственные ценные бумаги иностранных государств, облигации и акции иных иностранных эмитентов;
- ипотечные ценные бумаги, выпущенные в соответствии с законодательством РФ об ипотечных ценных бумагах;
- денежные средства в рублях на счетах в кредитных организациях;
- депозиты в валюте РФ и иностранной валюте в кредитных организациях;
- иностранную валюту на счетах в кредитных организациях;
- ценные бумаги международных финансовых организаций, допущенных к размещению и (или) публичному обращению в России в соответствии с законодательством РФ о рынке ценных бумаг.

⁴ Информация о конечном владельце ценных бумаг на дату фиксации реестра должна быть раскрыта кастодианом в Казахстане в течение 24 часов, иначе клиент российского профучастника не сможет воспользоваться положениями соответствующих конвенций об избежании двойного налогообложения в отношении ЦБ, не входящих в официальный список фондовой биржи (т.е. тех, к которым применяется ставка налога 15%). Раскрытие невозможно выполнить в столь короткий срок по причине большого количества посредников. Не только банк, но и его клиенты могут действовать в качестве номинального держателя, т.е. в течение 24 часов полученная от кастодиана в Казахстане информация должна быть доведена до сведения конечного собственника бумаг (кастодиан в Казахстане – банк – клиент банка – номинальный держатель – конечный владелец), а затем информация о конечном владельце – обратно Центральному депозитарию. То есть единственный выход для клиентов – раскрывать конечного собственника заранее, чтобы кастодиану в Казахстане не приходилось запрашивать эту информацию у соответствующего российского профучастника. Данный подход приводит к необходимости открытия нескольких счетов в кастодиане Казахстана для учета активов клиентов – номинальных держателей, имеющих несколько клиентов, что в свою очередь оборачивается дополнительными издержками по ведению таких счетов для таких клиентов.

Чтобы реализовать возможности, предоставленные российским законодательством, необходимо сформировать соответствующие индексные паевые фонды, включающие бумаги казахстанских эмитентов. Это вряд ли произойдет в ближайшее время, пока рынок капитала РК не восстановится от последствий мирового финансового кризиса и/или пока бумаги эмитентов РК не будут выведены на российский биржевой рынок, способный обеспечить им надлежащую ликвидность. Чтобы создать предпосылки для размещения депозитов российских участников рынка в казахстанских тенге, должен сформироваться интегрированный валютный рынок СНГ/ЕврАзЭС, способный обеспечить взаимную конвертируемость национальных валют. Более подробно этот вопрос будет рассмотрен в главе 4.

Казахстанские НПФ являются активными инвесторами на финансовом рынке РК и иностранных государств, предоставляя тем самым «длинные деньги» в соответствующие экономики (АФН, 2009) (см. рисунок 2.11).

Рисунок 2.11.
Структура активов НПФ в РК (%)



Значительных инвестиций казахстанских пенсионных фондов в российские ценные бумаги пока не предвидится.

НПФ были созданы в результате пенсионной реформы, в соответствии с законом «О пенсионном обеспечении в Республике Казахстан» (РК, 1997). Только за прошлый год совокупные активы НПФ увеличились на 31% и составили на начало 2010 года 1.86 трлн тенге (АФН, 2009). Указанные фонды инвестируют в ЦБ других государств. Однако в ближайшее время не стоит ожидать значительных инвестиций за рубеж, в том числе и в российские ценные бумаги. Согласно упомянутому выше отчету АФН, в настоящее время стратегия инвестирования пенсионных активов была изменена в пользу увеличения доли государственных ценных бумаг РК (в целях решения внутренних бюджетных проблем) при одновременном сокращении объемов инвестирования в ЦБ иностранных эмитентов.

2.2. Основные выводы по результатам опроса

Опрос участников рынков капитала обеих стран показал, что казахстанским организациям российский фондовый рынок интересен как механизм привлечения финансовых ресурсов. Российский же бизнес рассматривает казахстанский рынок капитала скорее в качестве «моста», обеспечивающего доступ к добыче и эксплуатации природных ресурсов Казахстана. Соответственно, если определенная часть казахстанских организаций заинтересована в выводе своих бумаг на российский рынок, то российские компании пока к этому не стремятся. В то же время российские фондовые биржи проявляют определенный интерес к сотрудничеству с казахстанскими партнерами и хотели бы расширить перечень торгуемых на своих площадках инструментов за счет ценных бумаг эмитентов другого государства.

1. Большинство казахстанских участников опроса (около 17%) совмещают деятельность брокера/дилера по ценным бумагам и управление инвестиционным портфелем. Доля других сочетаний видов профессиональной деятельности колеблется от 5.9 до 11.8%, что свидетельствует о разнообразии и доступности комбинаций этих видов. Так создаются предпосылки для обеспечения гибкой настройки функционала казахстанской организации,

выбираемой в качестве партнера российского инвестора или профессионального участника рынка, под свои потребности.

2. Количество казахстанских участников опроса, имеющих дочерние структуры в РФ (в первую очередь банковские), – 17.6% – примерно вдвое меньше количества субъектов рынка РК, владеющих ценными бумагами российских эмитентов (29.4%). Ценными бумагами эмитентов других государств владеют 25% опрошенных с казахстанской стороны.

3. По сравнению с казахстанскими организациями, российские компании – участники опроса более глубоко представлены на рынке капитала Казахстана, так как одни и те же организации владеют ЦБ эмитентов РК и имеют дочерние структуры в Казахстане.

4. Результаты опроса свидетельствуют о привлекательности российского рынка капитала для казахстанских профессиональных участников. Из уже владеющих ценными бумагами российских эмитентов организаций большинство планирует дальнейшее приобретение таких бумаг в течение ближайших шести месяцев. Среди опрошенных, у которых в настоящее время нет российских ЦБ, более 30% заявили о намерении приобрести их.

5. От 29% до 35% опрошенных казахстанских организаций являются владельцами ЦБ российских эмитентов. Из них более 85% представлены в реестрах владельцев ЦБ через расчетные депозитарии, 14% представлены в реестрах напрямую. Из тех, кто представлен в реестрах депозитариев, выступающих номинальными держателями российских ЦБ, равное число опрошенных отдали предпочтение услугам расчетных депозитариев и российских кастодианов.

6. Участники опроса пока не проявляют интереса к возможности выпуска КДР на ценные бумаги российских эмитентов, очевидно, ввиду прямой доступности последних независимо от конфигурации депозитарной системы.

7. Более половины участников опроса (60%) заявили о желании взаимодействовать с реестродержателями российских эмитентов посредством технологий электронного документооборота.

8. В качестве предпочтительных способов для взаимопроникновения казахстанские участники назвали выпуск РДР, организацию прямого обращения своих бумаг на российском рынке, а также создание возможности расчета по российским бумагам в международных расчетно-клиринговых системах Euroclear и Clearstream.

9. Казахстанские эмитенты в настоящее время не заинтересованы в выводе своих ценных бумаг на российский рынок. Соответственно, и проблема выбора профессиональных посредников для такого выхода из числа российских участников рынка для них пока неактуальна. Что касается перспектив выпуска РДР, то, поскольку до настоящего времени не было зарегистрировано ни одного их выпуска, казахстанским участникам рынка, очевидно, трудно прогнозировать использование данного механизма. Непосредственное обращение иностранных бумаг на российском фондовом рынке существенно ограничено высоким уровнем требований законодательства.

10. Большинство российских участников опроса не имеет планов вывода ценных бумаг на рынок Казахстана. Однако в качестве предпочтительного способа вывода ЦБ на рынок РК, если бы таковой планировался, 18% респондентов предпочли бы непосредственное обращение своих бумаг на фондовом рынке. Это позволило бы воспользоваться услугами ЦД РК. Причины соответствующих предпочтений – большая прозрачность такой формы выхода для местных инвесторов и отсутствие избыточных комиссий посредникам.

11. Казахстанским организациям российский финансовый рынок интересен как механизм привлечения финансовых ресурсов. Российский же бизнес рассматривает казахстанский рынок капитала скорее в качестве «моста», обеспечивающего доступ к добыче и эксплуатации природных ресурсов Казахстана. Значительная часть казахстанских организаций

заинтересована в выводе своих бумаг на российский рынок, российские же компании пока к этому не стремятся. В то же время российские фондовые биржи проявляют интерес к сотрудничеству с казахстанскими партнерами и хотели бы расширить перечень торгуемых на своих площадках инструментов за счет ценных бумаг эмитентов другого государства.

12. Средства негосударственных пенсионных фондов или управляющих компаний теоретически можно рассматривать в качестве возможного источника портфельных российских инвестиций в ценные бумаги казахстанских организаций. Однако для реализации возможностей, предоставленных российским законодательством, необходимо сформировать соответствующие индексные паевые фонды, включающие бумаги казахстанских эмитентов. Это вряд ли произойдет в ближайшее время, пока рынок капитала РК не восстановится от последствий мирового кризиса и/или пока бумаги эмитентов РК не будут выведены на российский биржевой рынок, способный обеспечить им надлежащую ликвидность.

13. Казахские НПФ являются активными инвесторами на финансовом рынке РК и иностранных государств. В ближайшее время не стоит ожидать значительных инвестиций за рубеж, в том числе в российские ценные бумаги. Стратегия инвестирования пенсионных активов изменилась в сторону увеличения доли государственных ЦБ РК при одновременном сокращении объемов инвестирования в ценные бумаги иностранных эмитентов.

14. В опросе приняли участие основные биржи России (РТС и ММВБ) и казахстанская биржевая площадка KASE. Из трех бирж с точки зрения инвестиций в экономику другой страны наиболее активна РТС. Только у нее есть дочерняя структура в Казахстане (АО «Товарная биржа «ЕТС»), и только она владеет ценными бумагами казахстанских эмитентов. ММВБ и KASE дочерних структур на территориях рассматриваемых юрисдикций не имеют и ценными бумагами на них не владеют.

3. Подходы к регулированию фондовых рынков

- Вопросы развития фондового рынка Казахстана и России тесно связаны с преодолением последствий мирового финансового кризиса.
- Потребность казахстанской экономики в иностранных инвестициях подкрепляется и подтверждается оперативно вводимыми регулятивными мерами по отношению к финансовым институтам, обслуживающим реализацию этой потребности на самом рынке капитала РК.
- Несмотря на то, что перед экономикой РФ остро стоят вопросы посткризисного восстановления, пока не сформулирована политика развития финансового рынка на перспективу.

В информационно-аналитическом обзоре «О состоянии и тенденциях развития рынка ценных бумаг в государствах – участниках СНГ» (Исполком СНГ, 2009) констатируется, что кризис ликвидности и нестабильность на международных финансовых рынках отразились и на состоянии экономики постсоветских государств, включая рынок ценных бумаг. После наращивания количества отечественных эмитентов и роста размера капитализации на фондовых рынках государств – участников СНГ в 2008 году на наиболее развитых рынках Содружества наблюдалось падение фондовых индексов и снижение уровня рыночной капитализации эмитентов, особенно тех, чьи ценные бумаги обращаются не только на национальных рынках, но и за рубежом. Кризис выявил основные проблемы и слабые стороны в системе регулирования финансовых рынков. Так, снижение ликвидности внутренних фондовых рынков, падение рыночной стоимости обращающихся финансовых инструментов, увеличение дефолтов эмитентов, чьи ценные бумаги обращаются на организованных рынках государств – участников СНГ, дают возможность выявить основные направления, по которым должна совершенствоваться существующая система регулирования рынка ЦБ в части защиты прав и интересов инвесторов, обеспечения финансовой стабильности профессиональных участников рынка ЦБ и эмитентов, обеспечения справедливой оценки объектов инвестирования, а также оценки и управления инвестиционными и операционными рисками.

Мировой кризис существенно повлиял на экономическую ситуацию в РК. В связи с этим правительство приняло определенные меры для повышения финансовой устойчивости фондового рынка (РК, 2003b). В частности, введены требования о повышении размера уставного капитала для участников рынка ЦБ, которые косвенно стимулируют казахстанские финансовые институты к участию в их капитале иностранных, включая российские, организаций. В целях повышения финансовой устойчивости организаций, осуществляющих брокерскую и дилерскую деятельность с правом ведения счетов клиента в качестве номинального держателя и правом осуществления отдельных видов банковских операций, в 2009 году был оптимизирован порядок расчета собственного капитала и коэффициентов его достаточности. В целях ограничения внешних заимствований АФН были введены коэффициенты капитализации к обязательствам перед нерезидентами РК. Они рассчитываются как отношения различных обязательств к собственному капиталу профессионального участника рынка.

Шагом к повышению финансовой устойчивости профессиональных участников рынка ЦБ стало принятие АФН новой редакции нормативных правовых актов РК. Эти документы определяют требования к системе управления рисками организаций, осуществляющих брокерскую и/или дилерскую деятельность на рынке ЦБ и деятельность по управлению инвестиционным портфелем. В частности, вводится система двойного контроля как при совершении финансовых операций или заключении сделок с финансовыми инструментами,

так и при осуществлении учета данных операций; разработан порядок проведения стресс-тестинга; введено требование по расчету максимально допустимого размера убытков по активам клиентов, принятых в инвестиционное управление; более детально регламентирован порядок принятия решений по заключению сделок за счет собственных активов, в том числе посредством установления требования об обязательном создании инвестиционного комитета для принятия инвестиционных решений за счет собственных активов. Введены также требования к наличию системы внутреннего контроля за эффективностью функционирования системы управления рисками. Такой глубокий и современный подход казахстанского регулятора финансового рынка резко контрастирует с намерениями ФСФР осуществить переход к пруденциальному надзору за деятельностью участников рынка ценных бумаг. Очевидно, что потребность казахстанской экономики в иностранных инвестициях подкрепляется и подтверждается оперативно вводимыми регулятивными мерами.

Потребность казахстанской экономики в иностранных инвестициях подкрепляется и подтверждается оперативно вводимыми регулятивными мерами.

Совершенствование регулирования финансового рынка России строится в соответствии со «Стратегией развития финансового рынка РФ на период до 2020 года» (РФ, 2008) (далее – Стратегия РФ), Концепцией создания мирового финансового центра в РФ (РФ, 2009а) (далее – Концепция МФЦ) и Планом мероприятий по его созданию (далее – План) (РФ, 2009б). Эти документы призваны повысить устойчивость и конкурентоспособность российского финансового сектора, однако разработаны они были еще в 2008–2009 годах. В указанном Плане последовательно рассматриваются законодательные шаги по созданию международного финансового центра. Перечисленные в Плане меры представляются обоснованными, однако они необходимы для нормального функционирования любого финансового рынка, независимо от наличия у него претензий на статус МФЦ. Например, из формулировки задачи «Создания системы компенсаций на финансовом рынке» прямо не вытекает содержание, стоимость и эффективность такой системы. Ответственны за ее разработку все экономические ведомства (ФСФР, Минэкономразвития, Минфин, Банк России), что ставит вопросы о механизме координации их работы. Даже если все запланированные в Концепции МФЦ и Стратегии РФ мероприятия будут осуществлены, Москва не сможет превратиться в международный финансовый центр, сопоставимый с первой десяткой рейтинга глобальных финансовых центров (в котором Москва и Санкт-Петербург в настоящее время располагаются на 68-м и 70-м местах соответственно).

Значимое действие государственных органов, способное в перспективе положительно повлиять на формирование МФЦ, – это более детальная проработка ФСФР нормативных положений для обращения иностранных ценных бумаг в РФ.

Кроме того, нельзя не отметить тот факт, что вышеупомянутые Концепция МФЦ и Стратегия РФ разрабатывались до и во время финансового кризиса 2008 года. Однако причиной того, что по пути к созданию МФЦ российский фондовый рынок продвинулся с тех пор незначительно, является не столько сам кризис, сколько неэффективность сложившейся системы регулирования финансового рынка в РФ.

Российский фондовый рынок незначительно продвинулся по пути к созданию МФЦ не столько из-за кризиса, сколько из-за неэффективности сложившейся системы регулирования финансового рынка в РФ.

Сегодня в мире значительно изменяются базовые подходы к регулированию крупнейших финансовых рынков, начиная с американского и британского, где пытаются извлечь уроки из кризиса. Достаточно оперативно отреагировал на финансовый кризис и главный партнер России по ЕврАзЭС и Таможенному союзу – Казахстан. «Концепция развития финансового сектора Республики Казахстан в посткризисный период» (РК, 2010) (далее – Концепция РК) была одобрена указом президента в феврале 2010 года. Документ объявляет основной целью «развитие финансового сектора в посткризисный период в части перехода на качественно новый уровень управления и регулирования».

В качестве основного принципа регулирования и надзора финансового сектора Концепция РК предусматривает принцип *контрцикличности* (формирование провизий, увеличение собственного капитала, резервов и ликвидности в период активного роста экономики и использование накопленного потенциала в период спада). Этот же принцип применим к структуре и качеству инвестиционного портфеля финансовых организаций. В документе подчеркивается важность сведения к минимуму процикличности в регулировании финансовых организаций. Стоит заметить, что в соответствующих российских документах какой-либо базовый регулятивный принцип выделить пока не представляется возможным.

Концепция РК разбита на пять разделов, рассматривающих ключевые аспекты функционирования фондового рынка:

- 1) определение роли государства в вопросах мобилизации финансовых ресурсов;
- 2) укрепление системы надзора и регулирования финансового сектора;
- 3) усиление механизмов защиты прав инвесторов и потребителей финансовых услуг;
- 4) повышение качества корпоративного управления и прозрачности деятельности финансовых организаций;
- 5) регулирование системных рисков и взаимодействие государственных органов.

В Концепции РК рассматриваются вопросы государственного участия в экономике. Предусматривается повышение роли государственного планирования и стимулирования экономики при сохранении базовых принципов свободного рынка и стимулировании эффективной деятельности частного сектора. Государство планирует перейти от принципов полной социальной поддержки различных групп населения к смешанной системе, в которой, помимо государства и работодателя, участвуют и средства самого работника. Первым шагом в этом направлении стало введение в РК накопительной пенсионной системы. Помимо сокращения государственных расходов, целью реформы было и создание особого класса институциональных инвесторов.

Основой процесса модернизации экономики РК предполагается сделать механизм государственно-частного партнерства. Планируется более активное привлечение средств НПФ в инфраструктурные проекты. В качестве основного (хотя и консервативного) источника фондирования выбраны депозиты населения и юридических лиц в банках второго уровня. В Концепции РК подчеркивается важность дальнейшего развития рынка государственных ценных бумаг, при этом развитие корпоративных ЦБ остается за скобками, как и сам этот недостаточно сформировавшийся сегмент финансового рынка. Предполагается, что «наличие постоянного умеренного размера дефицита республиканского бюджета при поддержании безопасного уровня правительственного долга позволит обеспечить достаточный объем государственных ЦБ в обращении, необходимый для построения кривой доходности, правильной оценки ожиданий на краткосрочную и долгосрочную перспективы, измерения риска финансовых инструментов, определения спот-ставок и ставок будущего заимствования».

Кроме этого, в Концепции РК установлено, что объем эмиссии среднесрочных и долгосрочных государственных ЦБ (выпускаемых для финансирования дефицита бюджета) должен определяться с учетом емкости внутреннего рынка ценных бумаг. Помимо этого, предполагается развитие альтернативных источников привлечения сбережений, таких как частные институты, фонды недвижимости и хеджевые фонды.

В основу процесса модернизации экономики РК положен механизм государственно-частного партнерства. Намечено осуществлять более активное привлечение средств накопительных пенсионных фондов в инфраструктурные проекты. Основным источником фондирования финансового сектора выбраны депозиты населения и юридических лиц в банках второго уровня. Дальнейшее развитие должно получить исламское финансирование – один из дополнительных источников привлечения ресурсов.

В Концепции РК в качестве одного из дополнительных источников привлечения ресурсов называется исламское финансирование. Возможности для открытия в стране исламских банков, исламских инвестиционных фондов и выпуска исламских ценных бумаг созданы после соответствующих изменений в законодательстве в феврале 2009 года (РК, 2009), что даже не упоминается в Стратегии РФ и Концепции МФЦ страны с многомиллионным мусульманским населением. Регулирование и надзор исламских финансовых организаций в РК будет осуществлять АФН. Основной платформой развития рынка исламских финансовых инструментов в Казахстане станет Агентство РК по регулированию деятельности регионального финансового центра Алматы (далее – Агентство РФЦА). В подобном распределении полномочий проявляется двойственность системы регулирования РК. После создания в соответствии с законом РК №145 «О региональном финансовом центре города Алматы» Агентства РФЦА целостность, казалось бы, реализованной в РК концепции мегарегулирования финансового рынка силами АФН была несколько размыта. Агентство РФЦА имеет следующие регулятивные полномочия и компетенции:

- утверждать правила государственной регистрации (перерегистрации) юридических лиц – участников финансового центра;
- утверждать правила аккредитации в качестве участника финансового центра;
- по согласованию с уполномоченным государственным органом по регулированию и надзору финансового рынка и финансовых организаций устанавливать требования к эмитентам, чьи ценные бумаги предполагаются к включению или включены в список специальной торговой площадки финансового центра, а также к таким ценным бумагам;
- утверждать перечень рейтинговых агентств, рейтинговые оценки которых признаются уполномоченным органом;
- устанавливать требования к рейтинговым оценкам ценных бумаг и их эмитентов для допуска на специальную торговую площадку РФЦА и т.д.

В Концепции РК серьезное внимание уделяется укреплению системы надзора и регулированию финансового сектора. Подчеркивается важность единого *интегрированного* надзора, исключающего, по мнению авторов Концепции РК, риск конфликта интересов, имеющий место при функциональных или институциональных схемах надзора. То есть в РК будет сохранена поднадзорность и подотчетность всех финансовых институтов АФН, хотя Агентство РФЦА по-прежнему наделено пересекающимися с АФН полномочиями по нормотворчеству. При этом председатель Агентства РФЦА входит в состав правления АФН – органа, регулирующего, например, деятельность KASE, крупнейшим акционером которого (12.26%) является контролируемое Агентством РФЦА АО «РФЦА». В этих перекрестных сочетаниях субъектов и объектов регулирования просматривается известный конфликт интересов.

В России к числу госорганов, параллельно регулирующих (в том числе надзирающих) деятельность зачастую одних и тех же финансовых институтов, относятся ФСФР, Банк России, Федеральная служба по финансовому мониторингу, Министерство финансов и другие.

На данный момент система регулирования рынка капитала РФ достаточно громоздка и в сравнении с казахстанской системой относительной стройностью не отличается. Рассматриваемые российские документы также содержат положения о совершенствовании регулирования, ограничиваясь, однако, пожеланиями общего плана. Так, в Концепции МФЦ отмечена необходимость модернизации системы регулирования финансовых рынков. Признается, что на российском финансовом рынке речь идет пока не о создании консолидированного регулирующего органа, а о координации деятельности уже существующих. Для этого предлагается формирование межведомственных координирующих

структур, таких, например, как Совет при президенте РФ по развитию финансового рынка РФ, созданный в 2009 году, и рабочая группа по МФЦ при нем же. В Стратегии справедливо признается необходимость перехода от принципов отраслевого (функционального) регулирования к принципам государственного регулирования рисков, возникающих на финансовом рынке (угроз финансовой устойчивости, недобросовестной деятельности и нарушения прав инвесторов и участников рынка). Однако кризис пока не смог подтолкнуть регулирующие органы РФ к практическим действиям в этом направлении.

Организация регулирования финансового рынка РК ушла в этом смысле далеко вперед. В соответствии с Концепцией РК надзорным органом будут установлены дополнительные требования к финансовым организациям по обеспечению прозрачности процесса принятия решений по осуществлению зарубежных инвестиций и кредитования. Будут ограничены риски, связанные с осуществлением финансовыми организациями операций в странах с высоким уровнем правовых рисков и низким уровнем защиты прав инвесторов и кредиторов.

В рассматриваемой Концепции РФ особо подчеркивается неэффективность создания специализированных отраслевых банков, неспособность данных институтов функционировать в полноценной конкурентной среде, необходимость постоянной поддержки со стороны государства. При этом на российском финансовом рынке, в первую очередь банковском, доминируют структуры с подавляющим государственным участием, чья роль как реципиентов государственных средств, направленных на поддержание ликвидности финансовой системы, в ходе финансового кризиса еще более возросла.

Что касается государственной поддержки казахстанского финансового рынка, то в Концепции РК прослеживается идея о необходимости ее постепенного снижения. Так, в целях развития добросовестной конкуренции во всех сегментах финансового рынка будет обеспечено сокращение участия государства до полного его выхода при достижении достаточного уровня конкуренции.

Здесь следует отметить, что в соответствующих российских документах вопрос уменьшения государственного участия в экономике, например, участия Банка России в капитале и управлении ММВБ, не рассматривается. Однако в последнее время обсуждается мнение о снижении доли госучастия в Сбербанке и Банке ВТБ.

Если говорить об иностранном участии в финансовом секторе, то Концепция РК предполагает возможность его ограничения в размере не более 50% от совокупного уставного капитала в отдельности по каждому сегменту финансового сектора. В российских документах этот вопрос не рассматривается, хотя определенные барьеры для участия иностранного капитала в банковской сфере законодательно установлены.

Для защиты интересов инвесторов и потребителей услуг на рынке ценных бумаг законодательство РК усилит ответственность должностных лиц акционерных обществ путем повышения прозрачности информации о заключаемых сделках, совершенствования системы корпоративного управления акционерным обществом, раскрытия информации перед инвесторами о деятельности эмитентов ценных бумаг и лицензиатов.

Для повышения качества корпоративного управления и прозрачности деятельности финансовых организаций Концепция РК предусматривает ряд мер, таких как построение систем внутреннего контроля и риск-менеджмента, увеличение объема раскрываемой информации и справедливая оценка финансовых инструментов. В Стратегии РФ также рассматриваются вопросы обеспечения эффективной системы раскрытия информации и

В Концепции РК прослеживается идея о необходимости постепенного снижения государственной поддержки казахстанского финансового рынка. В соответствующих российских документах вопрос уменьшения государственного участия в экономике, например, участия Банка России в капитале и управлении ММВБ, не рассматривается вовсе. Однако в последнее время обозначен вопрос о снижении доли госучастия в Сбербанке и Банке ВТБ.

развития и совершенствования корпоративного управления. Меры, предлагаемые для достижения данных целей, в этом случае достаточно схожи с содержащимися в Концепции РК. В последней также планируется усиление макропруденциального надзора, предполагающего систему мероприятий, предпринимаемых в целях предотвращения системных рисков. Задачей данной формы регулирования является определение ключевых решений по объектам (деятельности, рынкам) и зонам риска, носящего системный характер, способного подорвать условия, определяющие финансовую стабильность, и дестабилизировать экономическую ситуацию.

В Стратегии РФ также идет речь о необходимости совершенствования надзора путем создания системы пруденциального надзора на нескольких уровнях, включая осуществление его самими участниками финансового рынка путем внутреннего контроля, контроль саморегулируемых организаций, а также контроль со стороны государственных органов. Среди прочих необходимых мер указываются следующие:

- гармонизация методов и правил надзора за профессиональными участниками рынка ценных бумаг с требованиями банковского надзора;
- введение единых для всех профессиональных участников рынка ЦБ и управляющих компаний паевых инвестиционных фондов требований к расчету собственных средств, соответствующих международным стандартам, при одновременной модернизации правил ведения бухгалтерского учета в финансовых организациях и их унификации;
- пересмотр требования к минимальному размеру собственных средств с целью их приближения к международным стандартам;
- развитие требования к достаточности капитала, а также его адекватности финансовым рискам организации;
- внедрение передовых методик оценки рисков с использованием принятых в мире моделей, включая рейтинговые оценки, а также с применением цифровых показателей, отражающих операционный риск.

Кроме того, в Стратегии РФ упоминается принцип *пропорциональности* осуществления пруденциального надзора, заключающегося в необходимости применения надзорных требований к участникам рынка исходя из их размера, сферы деятельности, характера проводимых операций и рисков, присущих этим операциям. Также при внедрении системы пруденциального надзора, ориентированного на оценку рисков, должна быть предусмотрена

Развитие казахстанского финансового рынка намечено осуществлять на принципе контрцикличности. Стратегия РФ и практика государственного регулирования направлены, главным образом, на увеличение требований к собственному капиталу небанковских его участников без учета текущей фазы экономического цикла.

возможность индивидуального подхода к оценке рисков отдельных участников финансового рынка или их активов. К сожалению, текущая практика деятельности основного регулирующего органа финансового рынка РФ – ФСФР – достаточно далека от применения принципа пропорциональности регулирования. Обращает также на себя внимание то, что если в Концепции РК идет речь о принципе контрцикличности, то Стратегия РФ и вышеупомянутая практика государственного регулирования направлены, главным образом, на увеличение требований к собственному капиталу небанковских участников, что преподносится как следование международным рекомендациям, хотя не учитывает текущую фазу экономического цикла. Среди регулятивных планов РК хотелось бы отметить внедрение такого показателя, характеризующего восстановление банковского сектора, как соотношение активов банковской системы к ВВП докризисного уровня. При этом структура и качество активов будут значительно видоизменены в сторону диверсификации видов финансовых инструментов и сфер их использования.

Сравнивая два подхода к развитию финансового рынка, можно отметить, что Концепция РК представляет собой достаточно цельный документ, покрывающий банковский и небанковский сегменты финансового рынка,

всесторонне рассматривающий проблему дальнейшего развития финансового рынка по программно-целевому принципу. В отличие от упоминавшихся российских документов он носит более фундаментальный по подходу характер и, по сути, дает участникам финансово-го рынка и инвесторам достаточно четкое представление о направлении государственного регулирования финансового рынка в ближайшем будущем. Российские же документы по развитию рынка капитала содержат общие формулировки, не определяя при этом главного. И, наконец, несмотря на то, что перед экономикой РФ, также как и перед другими странами, остро стоят вопросы посткризисного восстановления, документа и политики, формирующ-щих вектор развития финансового рынка РФ на перспективу, пока не сформулировано.

4. Вопросы взаимодействия фондовых бирж РФ и РК в интересах развития рынков капитала обеих стран

- Российские и казахстанские биржи как важнейшие организаторы торговли на фондовых рынках стремятся налаживать сотрудничество.
- По итогам развития биржевого рынка обеих стран за десять лет можно констатировать, что в обеих странах было проделано много организационной работы, но говорить об интеграции и тем более о близости создания совместного биржевого пространства преждевременно.

4.1. Взаимодействие биржевых структур России и Казахстана

Биржи являются центральными звеньями финансовой инфраструктуры. Находясь между денежными властями/регуляторами фондового рынка и участниками рынка, они не только организуют торги и проводят расчеты, но и выступают в качестве катализаторов перемен и внедрения инноваций.

Российские и казахстанские биржи стремятся к расширению сотрудничества. Этому способствует то, что ММВБ, РТС и KASE являются членами Международной ассоциации бирж стран СНГ (МАБ СНГ), цели которой (МАБ СНГ, 2000):

- формирование единого биржевого пространства с использованием передовых технологий биржевой торговли;
- взаимный допуск нерезидентов к непосредственному совершению операций на биржах;
- нормализация перетока денежных средств в национальных валютах между странами СНГ;
- внедрение международных стандартов рынка ценных бумаг в странах СНГ и взаимное признание регистрации эмиссии ценных бумаг;
- сотрудничество государств – членов СНГ в развитии единого рынка капиталов и биржевого пространства;
- разработка основных стандартов унификации биржевого межбанковского рынка капиталов;
- развитие сотрудничества в области валютно-кредитных и финансовых отношений государств – членов Содружества через развитие национальных валютных рынков;
- формирование валютно-денежной системы Содружества, базирующейся на использовании национальных валют;
- практическая реализация принципа взаимного признания национальных валют и осуществления их официальных котировок;
- реализация задачи по достижению взаимной конвертируемости национальных валют по текущим операциям;
- внедрение механизмов и финансовых инструментов в целях хеджирования валютных, процентных и ценовых рисков;

4. Вопросы взаимодействия фондовых бирж РФ и РК в интересах развития рынков капитала обеих стран

- содействие интеграционным процессам применения плавающих курсов национальных валют и согласование их предельных колебаний, формирование банковского механизма и введение института маркетмейкеров для поддержания курсов национальных валют, достижение полной конвертируемости национальных валют.

Провозглашаемые ассоциацией цели достаточно масштабны и гораздо более четко сформулированы, чем любые межгосударственные соглашения по данному вопросу. Далеко не все в реализации обозначенных целей зависит от самих бирж, тем не менее их наличие свидетельствует о желании бирж конкретизировать сотрудничество друг с другом. Не имеет большого значения, будет взаимодействие осуществляться в рамках СНГ, ЕврАзЭС или на двусторонней основе, но очевидно, что МАБ СНГ вносит в этот процесс свой позитивный вклад.

К сожалению, пока еще не завершившийся мировой финансовый кризис нанес серьезный удар по биржевой торговле, в первую очередь, ценными бумагами. Из 130 листинговых на KASE компаний 24 допустили дефолт по своим долговым ценным бумагам, а пять из этих 24 компаний – дефолт по выплате как купонного вознаграждения, так и основного долга по своим облигациям. Кроме того, многие из таких компаний задолжали своим кредиторам вознаграждение по облигациям более чем за один купонный период. Среди эмитентов, допустивших дефолт по своим обязательствам, оказались два крупнейших банка Казахстана – Альянс Банк и БТА Банк, задолженность которых перед держателями их облигаций составила около 56% общей суммы задолженности листинговых компаний по облигациям, по которым был допущен дефолт, или 29.7 млрд тенге.

Финансовые власти РК отреагировали на этот удар по биржевой торговле финансовыми инструментами. В нормативно-правовую базу по ценным бумагам были внесены изменения по двум основным направлениям. Первое касалось вопроса снижения требований, предъявляемых к эмитентам и их ценным бумагам для обращения и допуска к обращению на организованном фондовом рынке. Подобная мера уже использовалась в мировой практике, и, учитывая опыт мировых фондовых рынков в решении подобных проблем, АФН приняло решение использовать эту стабилизационную меру в Казахстане. Смягчение листинговых требований для определенной категории ценных бумаг и их эмитентов должно было обеспечить листинговым компаниям условия для устранения финансовых проблем без делистинга. Принимаемые меры по снижению листинговых требований дали некоторым листинговым компаниям возможность оставаться в официальном списке биржи, несмотря на ухудшение их финансовых показателей.

Для этого были внесены соответствующие изменения в постановление правления АФН № 77 от 26 мая 2008 года «О требованиях к эмитентам и их ценным бумагам, допускаемым (допущенным) к обращению на фондовой бирже, а также к отдельным категориям списка фондовой биржи». Согласно внесенным изменениям было снижено требование к

МАБ СНГ учреждена в Москве в апреле 2000 года с целью координации усилий по развитию организованных финансовых рынков в соответствии с международными стандартами.

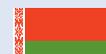
В МАБ СНГ входит 20 организаций из 10 стран Содружества, играющих ключевую роль в обслуживании взаимного финансового оборота, операций с валютой, государственными и корпоративными ценными бумагами.



Азербайджан: BBVB



Армения: NASDAQOMX Armenia



Беларусь: БВФБ, БУТБ



Грузия: ТМВБ



Казахстан: KASE, ЦД РК



Кыргызстан: КФБ



Молдова: ФБМ



Россия: ММВБ, СВМБ, СПВБ, СМВБ, РТС



Узбекистан: UZSE, УзРТСБ



Украина: НДУ, ТБ КМВБ, УМВБ, ПФТС

4. Вопросы взаимодействия фондовых бирж РФ и РК в интересах развития рынков капитала обеих стран

размеру собственного капитала эмитентов долговых ценных бумаг, исключено требование по наличию маркетмейкера для одной из категорий долговых ЦБ и ослаблено требование к периодам наличия прибыли. Изменение этих листинговых требований было связано с тем, что в период кризиса заметно выросло количество случаев несения убытков листингованными казахстанскими компаниями и, соответственно, уменьшения размеров их собственного капитала.

Вторым направлением стало создание специальной – буферной – категории ценных бумаг официального списка биржи. Считается, что создание буферной категории ЦБ направлено на защиту прав инвесторов, поскольку выделение данной категории бумаг позволило им сохраниться в официальном списке биржи, хотя и в рамках особого сектора. Несмотря на трудности, эмитенты таких бумаг могут продолжать представлять свои бумаги на бирже, что, по мнению казахстанских регулирующих органов, предпочтительнее для держателей их ценных бумаг, чем делистинг.

Рассмотренные выше меры сыграли свою роль в стабилизации ситуации на биржевом рынке РК, однако само количество дефолтов и их масштаб не могли не внушить потенциальным российским покупателям казахстанских ЦБ серьезные опасения, которые до сих не развеялись. При этом надо отметить, что и на облигационном рынке РФ по дефолтам 2008 года не исполнили обязательства по купонам 16 эмитентов по 20 выпускам, по офертам – 21 эмитент по 22 выпускам и по погашению – 1 эмитент по 1 выпуску, а по дефолтам 2009 года не исполнили обязательства по купонам 50 эмитентов по 60 выпускам, по офертам – 41 эмитент по 46 выпускам, по погашению – 17 эмитентов по 17 выпускам. Однако по сравнению с общим количеством выпусков это гораздо менее серьезные последствия для биржевого рынка, чем в РК. Особенно если учесть, что на 1 сентября 2009 года на ММВБ: обращалось 578 корпоративных облигаций 409 компаний суммарной номинальной стоимостью 2 трлн рублей, 18 выпусков биржевых облигаций 6 эмитентов объемом 58 млрд рублей; в листинг различного уровня были включены 248 корпоративных облигаций (42.5% от общего количества) и 4 выпуска биржевых облигаций 3 эмитентов, а 14 выпусков биржевых облигаций торговались во внесписочном секторе.

Анализируя развитие биржевого рынка обеих стран за прошедшие десять лет, можно констатировать, что в обеих странах было проделано много организационной работы, но говорить об интеграции и тем более о близости создания совместного биржевого пространства преждевременно. Об этом говорят и результаты опроса, в котором приняли участие биржи РФ и РК – РТС и ММВБ и основная казахстанская биржевая площадка – KASE.

Из трех названных бирж с точки зрения инвестиций в экономику другой страны наиболее активной пока является РТС (МАБ СНГ, 2009а). Только у нее есть дочерняя структура в Казахстане (АО «Товарная биржа «ЕТС») и, соответственно, только она положительно ответила на вопрос о владении ценными бумагами казахстанских эмитентов. И ММВБ, и KASE дочерних структур на территориях рассматриваемых юрисдикций не имеют и ценными бумагами на них не владеют.

Говоря о российских биржах, нельзя забывать о их головном положении в составе целых вертикально интегрированных финансовых групп, состоящих из разнообразных инфраструктурных организаций, что позволяет определять специализированных партнеров для сотрудничества с РК по разным направлениям интеграции финансовых рынков двух стран. У KASE также имеются дочерние и зависимые структуры, примерно соответствующие по профилю деятельности структурам в составе российских биржевых групп.

Каждая из рассматриваемых бирж входит в капиталы других биржевых организаций, обозначая тем самым свое присутствие на международном уровне сотрудничества стран СНГ. Так, у группы РТС уже есть несколько совместных проектов с зарубежными партнерами, KASE также является владельцем 10.6% Кыргызской фондовой биржи. К сожалению, в

4. Вопросы взаимодействия фондовых бирж РФ и РК в интересах развития рынков капитала обеих стран

свете последних событий в Кыргызстане вряд ли это повлечет успехи в совместном развитии в ближайший период. Однако в любом случае важно, что стремление бирж взаимодействовать с зарубежными партнерами уже реализуется в той или иной форме сотрудничества.

В ходе проведенного опроса, результаты которого представлены в *главе 2*, респонденты высказывались относительно перспективных путей сотрудничества бирж России и Казахстана. Из российских бирж наиболее развернутый ответ предоставила ММВБ. Среди возможных форм сотрудничества российских и казахстанских бирж она отметила следующие:

- Обмен информацией о планах деятельности и перспективах развития биржевых рынков, совершенствования торговых систем, систем взаимодействия с клиринговыми, депозитарными и расчетными структурами, об освоении новых технологий и инструментов.
- Технологическое сотрудничество.
- Двусторонние бизнес-проекты.
- Взаимный допуск участников на биржевые рынки РФ и РК.
- Организация торгов российскими и казахстанскими депозитарными расписками (РДР и КДР).
- Прямой допуск ЦБ казахстанских эмитентов на российский фондовый рынок.
- Оказание клиринговых услуг.
- Раскрытие корпоративной информации по эмитентам РФ и РК.
- Совместная деятельность в рамках МАБ СНГ по развитию рынков стран СНГ.
- Участие в работе межгосударственных органов СНГ, ЕврАзЭС, российско-казахстанской комиссии по экономическим и финансовым вопросам и др.

Со своей стороны, KASE предложила следующие возможные направления сотрудничества с российскими биржами:

- Объединение усилий по гармонизации законодательств двух стран, которая сделает реальными проекты по интеграции биржевых рынков.
- Консультации в области стратегического развития, PR-деятельности и маркетинга.
- Обмен биржевой информацией с целью привлечения на рынки инвесторов.
- Изучение опыта друг друга в плане развития IT-инфраструктуры, средств торговли и клиринга с целью повышения общей эффективности и улучшения качества услуг, предоставляемых участникам рынка.
- Сотрудничество с целью развития IT-решений для казахстанского рынка производных финансовых инструментов.

В краткосрочной перспективе представляется обоснованным сфокусировать усилия на интеграции бирж России и Казахстана как организаторов наиболее развитых рынков ЕврАзЭС (МАБ СНГ, 2009b). Неплохим примером развития биржевой интеграции стало создание товарной биржи «Евразийская торговая система» АО «РФЦА» и российской биржей РТС. Доля РФЦА в уставном капитале – 40%, РТС – 60%. Пока работает только секция торговли сельхозпродукцией, хотя запланирована организация торгов в секциях нефтепродуктов и металлов (ЕТС, 2010). С этим проектом фактически конкурирует проект создания Евразий-

Запущенная в 2009 году ЕТС и проектируемая Евразийская биржа – фактические конкуренты на рынке биржевой торговли сельскохозяйственными товарами. Целесообразна интеграция этих двух проектов, возможно, на основе уже функционирующей ЕТС.

Фондовые биржи, депозитарии и другие категории профессиональных участников рынка капитала нуждаются в приемлемом механизме номинального держания для иностранных инвесторов, соответствующем законодательству обоих государств, а также в развитом клиринге обязательств.

ской биржи сельскохозяйственной продукции, сырья и продовольствия, разрабатываемый по инициативе Интеграционного комитета ЕврАзЭС. Базой для реализации проекта выбрано ОАО «Белорусская универсальная товарная биржа». Новая биржа должна начать работу в 2011 году⁵. В случае успешного развития последнего проекта желательно найти подходящую для основных участников процесса форму интеграции его с проектом ЕТС, возможно, на основе уже функционирующей площадки в Алматы.

Хотя значительная нагрузка по упрощению взаимодействия между участниками организованной торговли обеих стран лежит на самих биржах, не все зависит от них. Например, как уже говорилось, и фондовые биржи, и обслуживающие их расчетные (центральные) депозитарии, как и другие категории профессиональных участников рынка капитала, нуждаются в приемлемом механизме номинального держания для иностранных инвесторов, соответствующем законодательству обоих государств, а также в развитом клиринге обязательств, в том числе централизованном.

Еще одним важным элементом интеграционного процесса следует признать разработку и применение общих технологий электронного документооборота, которые позволили бы стандартизировать и ускорить информационный обмен как между биржами, так и между участниками торгов на них.

4.2. Предпосылки и проблемы развития интегрированного валютного рынка

Участники организованных финансовых рынков РФ и РК, несмотря на мировой финансовый кризис, исходят из того, что экономическое взаимодействие этих стран будет неуклонно развиваться. Одной из предпосылок создания интегрированного валютного рынка выступает имеющийся опыт и история взаимодействия между банками РК и РФ, в том числе и через участие в капитале. Другое важное основание – развитая биржевая инфраструктура валютного рынка.

Несмотря на то, что валютные режимы стран СНГ и ЕврАзЭС отличаются различным уровнем валютных ограничений, до кризиса достаточно четко просматривался общий курс на либерализацию финансового законодательства. Валютные рынки стран СНГ в целом имеют позитивную динамику развития. Мировой кризис вызвал существенное изменение курсов валют стран СНГ, чем стимулировал повышенный интерес населения и предприятий к валютнообменным операциям и рост оборотов биржевых валютных рынков (Мишина, 2009).

Тем не менее объемы операций с национальными валютами стран СНГ на российском межбанковском рынке крайне незначительны⁶. Общий объем межбанковских конверсионных операций на российском рынке в сентябре 2009 года достиг \$52 млрд в день. Объемы операций с украинской гривной и казахским тенге составляли всего \$6 млн, белорусским рублем – порядка \$1 млн в день, что не превышало сотых процента оборота российского валютного рынка. Причем даже эти небольшие по объемам сделки заключались не с российским рублем, а в паре с долларом США.

На казахстанском межбанковском рынке 99% сделок осуществляется с долларом США. В 2008 году объем биржевых торгов по доллару увеличился на 9.1%, составив \$66.6 млрд. На внебиржевом рынке объем сделок снизился на 26.4% до \$103.5 млрд. Операции с российскими рублями и евро занимали незначительные доли – менее 1% – в обороте бирже-

⁵ Источники: <http://www.eabr.org>, <http://infoshos.ru>

⁶ Данный раздел подготовлен на основе статьи В. Мишиной (2009)

вого и внебиржевого сегментов валютного рынка. На биржевом рынке объем операций с российскими рублями увеличился на 39.5% до 573.8 млн рублей, объем операций с евро вырос на 83.3% – до €11 млн. На внебиржевом рынке объем конверсионных операций с российскими рублями снизился в 2.1 раза до 1.9 млрд рублей, а объем конверсионных операций с евро вырос на 7.5%, составив €588.5 млн (Мишина, 2009).

Незначительное число расчетов в национальных валютах стран СНГ и использование в качестве посредников доллара и евро ведет к увеличению издержек участников внешнеторговой деятельности, ухудшению условий взаимных расчетов по финансовым операциям, вынуждает хозяйственные субъекты стран СНГ держать дополнительные объемы средств в иностранных валютах, что приводит к неоправданным валютным рискам.

По данным МАБ СНГ, суммарный объем торгов валютой на биржах, входящих в организацию, составил в 2008 году \$2.8 трлн, увеличившись по сравнению с предыдущим годом почти на 78%. Что касается объема торгов рублем на биржевых рынках стран СНГ, то наиболее значимой величины он достигает в Беларуси, где в 2008 году общий объем операций с рублем на Белорусской валютно-фондовой бирже составил 124.4 млрд рублей, или более 27% биржевой торговли валютой. На KASE операции с парой тенге – доллар составляют 99%, а сделки с рублем и евро, к сожалению, – менее процента. На крупнейшей российской биржевой площадке – ММВБ – операции с национальными валютами стран СНГ также не носят регулярного характера, а последние разовые сделки по паре рубль – тенге заключались в 2000 году. Учитывая задачу построения интегрированного валютного рынка, в соответствии с соглашением ЕврАзЭС (ЕврАзЭС, 2006) ММВБ начала подготовку проекта по активизации торгов «мягкими валютами» (речь идет о получении ликвидных прямых котировок без посредничества доллара США). Так, со 2 ноября 2009 года на ММВБ действуют правила, в соответствии с которыми кредитным организациям-резидентам государств – членов ЕврАзЭС предоставляется право стать членами секции валютного рынка ММВБ. Банки из стран ЕврАзЭС смогут участвовать в торгах на Единой торговой сессии после подписания соглашения между Банком России и соответствующим национальным (центральным) банком страны – участницы ЕврАзЭС.

Анализ биржевого рынка «мягких валют» показывает, что проблема эффективности его развития требует серьезного совершенствования расчетной инфраструктуры и нормативной поддержки (Мишина, 2009) со стороны государственных органов РФ и РК. Вступление в силу соглашения о Таможенном союзе России, Казахстана и Беларуси в начале июля 2010 года создает предпосылки для возобновления переговоров о переходе указанных стран на единую валюту. Это перевело бы вопросы интеграции биржевой деятельности на совершенно иной уровень и имело бы разнообразный синергетический эффект в самых разных областях экономики.

Заключение

Проведенное ЕАБР при поддержке ПАРТАД аналитическое исследование позволяет оценить перспективы и проблемы интеграции рынков капитала России и Казахстана. В законодательном и технологическом плане они не слишком отличаются от проблем интеграции рынков капитала, характерных для ЕврАзЭС в целом. Сравнительный анализ нормативной базы для встречного движения капиталов РФ и РК в форме инструментов рынка ценных бумаг показывает, что для этого нет непреодолимых законодательных препятствий. Более того, основные правовые предпосылки для такого движения уже созданы, однако в условиях кризиса и недостаточной встроенности рынков капитала РФ и РК в глобальный финансовый рынок в форме совместного МФЦ они остаются невостребованными.

В то же время именно у этих стран ЕврАзЭС – России и Казахстана – отсутствуют явные политические и иные препятствия для интеграции рынков капитала. Это доказывает необходимость синхронизации регулятивных и инфраструктурных систем двух стран, которая позволила бы, например, быстро и эффективно организовывать обращение казахстанских ценных бумаг и/или производных от них депозитарных расписок на российских биржевых площадках; обеспечивать надежную связь между владельцами этих финансовых инструментов, их эмитентами и центрами учета прав на них посредством электронного документооборота; раскрывать корпоративную информацию об этих финансовых инструментах в едином центре ЕврАзЭС на русском и английском языках.

Опрос участников рынка показал, что в настоящее время активная интеграция фондовых рынков РК и РФ вызывает лишь ограниченный интерес потенциальных эмитентов и профучастников, предпочитающих работать на международных рынках. Интеграция фондовых рынков требует серьезнейшей работы по повышению привлекательности региональных финансовых решений и инструментов в условиях жесткой конкурентной борьбы с другими финансовыми центрами. Таким образом, речь должна идти о построении единого евразийского финансового центра, элементы инфраструктуры которого могут располагаться в разных странах ЕврАзЭС, будучи объединенными в единую систему биржевой торговли, клиринга и расчетов. В силу явных экономических и технологических преимуществ большая их часть может быть расположена в РФ. Но и в этом случае есть возможность найти ту или иную форму участия стран ЕврАзЭС (и в первую очередь РК) в капитале и физической инфраструктуре основных инфраструктурных институтов такого наднационального МФЦ.

В связи с этим возможно позиционирование ЕАБР в качестве уникального института, сочетающего в себе функции не только организатора инвестиционных процессов, но и инфраструктурного моста между рынками капитала России и Казахстана, имея в виду последующее распространение его деятельности в этом качестве на другие страны ЕврАзЭС. Это тем более важно, что степень взаимопроникновения самих участников рынков капитала РК и РФ, судя по результатам анкетирования, проведенного в рамках настоящего исследования, пока не соответствует потенциалу сотрудничества двух стран.

Решение вопросов интеграции рынков капитала многократно ускорилось бы, если вслед за созданием Таможенного союза России, Казахстана и Беларуси, которое еще недавно казалось маловероятным, и созданием Единого экономического пространства в политическую «повестку дня» был бы возвращен вопрос о переходе участвующих в нем стран на единую валюту. Это повлекло бы разнообразный синергетический эффект в самых разных областях экономической жизни. В кратко- и среднесрочной перспективе положительный эффект принесет более интенсивное использование в расчетах национальных валют. На данный же момент серьезное беспокойство вызывает то, что хотя перед экономикой РФ остро стоят вопросы посткризисного восстановления, до сих пор не сформированы актуальные документы и политика, определяющие основные направления развития финансового рынка РФ как основы будущего интегрированного рынка капитала ЕврАзЭС. Это довольно опасно и недальновидно в современных условиях жесткой конкуренции развивающихся рынков за инвесторов.

Позволим себе, однако, выразить надежду, что публикация данного аналитического обзора ускорит процессы целеполагания и выработки мер по их достижению на рынках капитала РФ и РК, осуществляемые в соответствии с поручениями президентов двух стран.

Литература

Аксенова Г. (рук. рабочей группы) (2009) Корреспондентские счета ДЕПО нерезидентов в депозитариях АЦДЕ. Доклад рабочей группы «Корреспондентские отношения» Ассоциации центральных депозитариев Евразии (третья редакция). Доступно на: http://www.aecsd.com/common/img/files/protocols/p6/d005_1.pdf.

АФН (2009) *Годовой отчет*. Агентство Республики Казахстан по регулированию и надзору финансового рынка и финансовых организаций. Доступно на: <http://afn.kz/attachments/9/20/publish20-34523791.pdf>.

Бизнес и Власть (2008) *Казахстанский фондовый рынок сегодня преимущественно дислоцируется в Лондоне*. Интервью с Ниязовым Б., председателем совета директоров АО «Финансовая компания «REAL-INVEST.kz». 8 февраля.

Головнин М. (2008) Перспективы финансовой интеграции в регионе СНГ. *Информационно-аналитический бюллетень ЦПГИ ИЭ РАН*. №1 (13).

Головнин М. (ред.) (2010) *Взаимодействие финансовых систем стран СНГ*. Санкт-Петербург: Алетейя.

Донцов С. (2003) Фондовый рынок Казахстана и его основные институциональные инвесторы. *Рынок Ценных Бумаг*. №18.

ЕАБР (2009) *Система индикаторов евразийской интеграции*. Алматы: ЕАБР. Доступно на: www.eabr.org/rus/publications/.

ЕТС (2010) Товарная биржа ЕТС. <http://www.ets.kz>.

Исполком СНГ (2009) О состоянии и тенденциях развития рынка ценных бумаг в государствах-участниках СНГ. *Информационно-аналитический обзор*. Москва.

Карагусова Г. (2008) Отчего слабо развит фондовый рынок Казахстана. *Литер*. 24 августа.

Либман А. (2010) Интеграция фондовых рынков на постсоветском пространстве. *Взаимодействие финансовых систем стран СНГ*. Отв. ред. Головнин М., Санкт-Петербург: Алетейя.

МАБ СНГ (2000) Устав Международной ассоциации бирж стран Содружества Независимых Государств. 20 апреля. Доступно на: <http://mab.micex.ru/papers/18/20080708121747.doc>.

МАБ СНГ (2009а) Информационный обзор бирж и депозитариев членов Международной ассоциации бирж стран СНГ. *Справочник*. Москва: ММВБ. с.12. Доступно на: <http://mab.micex.ru/>.

МАБ СНГ (2009б) Бюллетень биржевой статистики 2009. *Международная ассоциация бирж стран СНГ*. Доступно на: <http://mab.micex.ru/papers/234/20100526183749.pdf>.

Медведева Т., Филимошин П. (2010) Правовое регулирование размещения и обращения иностранных финансовых инструментов в Российской Федерации. *Депозитариум*. 4 (86).

Мишина В. (2009) Предпосылки валютной интеграции и роль операций с рублем в странах СНГ. *Биржевое обозрение*. 12(72):13–18.

Сергеев Д. (2007) Закономерности развития российского фондового рынка. *Социально-экономические проблемы развития России и процессы глобализации: потенциал возможного*. Сборник научных трудов. Санкт-Петербург: Институт бизнеса и права.

Тараруев М. (2010) Иностраннные ценные бумаги на российском фондовом рынке. *Финансовый директор*. №2. Февраль.

Хейфец Б. (2009) Российские прямые инвестиции в ЕврАзЭС и их роль в развитии энергетики и транспортной инфраструктуры на евразийском пространстве. *Евразийская экономическая интеграция*. 1(2).

EBRD (2008) *Law in Transition 2008: Securities Markets, and Legal Reform in Ukraine*. EBRD.

Garcia-Herrero A. et al. (2008) Why is there so little regional financial integration in Asia? Regional financial integration in Asia: present and future. *BIS Papers*. no 42. October.

WEF (2009) *Financial Development Report*. World Economic Forum. Available at: <http://www.weforum.org/pdf/FinancialDevelopmentReport/Report2009.pdf>.

Список документов

ЕврАзЭС (2004) Соглашение о сотрудничестве государств – членов Евразийского экономического сообщества на рынке ценных бумаг. 18 июня.

ЕврАзЭС (2006) Соглашение о сотрудничестве в области организации интегрированного валютно-го рынка государств – членов Евразийского экономического сообщества. 25 января.

РК (1997) Закон Республики Казахстан от 20 июня 1997 года № 136-І «О пенсионном обеспечении в Республике Казахстан».

РК (2003а) Закон Республики Казахстан от 2 июля 2003 года № 461-ІІ (с изменениями и дополнениями по состоянию на 19 марта 2010 года) «О рынке ценных бумаг».

РК (2003b) Закон Республики Казахстан от 4 июля 2003 года № 474-ІІ (с изменениями и дополнениями по состоянию на 19 марта 2010 года) «О государственном регулировании и надзоре финансового рынка и финансовых организаций».

РК (2009) Закон Республики Казахстан от 12 февраля 2009 года «О внесении изменений и дополнений в некоторые законодательные акты Республики Казахстан по вопросам организации и деятельности исламских банков и организации исламского финансирования».

РК (2010) Концепция развития финансового сектора Республики Казахстан в посткризисный период. Одобрена указом президента Республики Казахстан от 1 февраля 2010 года № 923. Доступно на: http://www.nationalbank.kz/cont/publish681711_6297.doc.

РФ (1996) Федеральный закон от 22 апреля 1996 года № 39-ФЗ (в редакции от 27 декабря 2009 года) «О рынке ценных бумаг». СЗ РФ. 1996. № 17. Ст. 1918.

РФ (2002) Федеральный закон от 24 июля 2002 года № 111-ФЗ (в редакции от 27 декабря 2009) «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации». СЗ РФ. 2002. № 30. Ст. 3028.

РФ (2004) Постановление правительства Российской Федерации от 30 июня 2004 года № 317 (в редакции от 27 января 2009 года) «О федеральной службе по финансовым рынкам». СЗ РФ. 2004. № 27. Ст. 2780.

РФ (2008) Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года. Утверждена распоряжением правительства Российской Федерации от 29 декабря. № 2043-р. Доступна на: <http://www.fcsm.ru/ru/press/russia2020/strategy2020/>.

РФ (2009а) Концепция создания мирового финансового центра в Российской Федерации. Министерство экономического развития РФ. 30 декабря. Доступно на: <http://www.economy.gov.ru/minec/activity/sections/finances/creation/conceptmfc>.

РФ (2009b) План мероприятий по созданию международного финансового центра в Российской Федерации. Утвержден распоряжением правительства Российской Федерации от 11 июля 2009 г. N 911-р. Доступно на: http://www.economy.gov.ru/wps/wcm/connect/economylib4/mer/resources/2fdaf580409d9e7a82e2eb2c73e16b99/911_p.doc.

ФСФР (2010) Приказ ФСФР России от 27 апреля 2010 года № 10-29/пз-н «Об утверждении критериев и порядка включения иностранных фондовых бирж, прохождение процедуры листинга на которых является обязательным условием для принятия российской фондовой биржей решения о допуске ценных бумаг иностранных эмитентов к торгам без решения федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг об их допуске к публичному размещению и (или) публичному обращению в Российской Федерации». *Вестник ФСФР*. №7.

Журнал «Евразийская экономическая интеграция»

«Евразийская экономическая интеграция» – ежеквартальный научно-аналитический журнал, выпускаемый Евразийским банком развития. В редакционную коллегию и редакционный совет журнала входят известные ученые и практики, авторитетные специалисты в области региональной интеграции. «Евразийская экономическая интеграция» публикует научно-аналитические статьи, рецензии книг по интеграционной проблематике, интервью, а также ежеквартальную хронику региональной интеграции. Фокусируясь в большей степени на экономической проблематике, журнал публикует материалы, посвященные широкому кругу актуальных вопросов евразийской интеграции. Это теория интеграции, в том числе применительно к процессам на постсоветском пространстве; экономическая интеграция (торговля, инвестиции, финансовые институты); институциональная интеграция; другие вопросы сотрудничества на постсоветском пространстве; мировой опыт региональной интеграции. Первый номер журнала вышел в III квартале 2008 года.

Альманах EDB Eurasian Integration Yearbook

Ежегодный альманах Eurasian Integration Yearbook публикует на английском языке широкий круг статей и иных материалов по теоретическим и практическим проблемам евразийской интеграции. Основную часть ежегодного альманаха составляют английские версии избранных публикаций, напечатанных в журнале «Евразийская экономическая интеграция» и других аналитических изданиях ЕАБР. Они дополнены хроникой региональной интеграции за прошедший год. Альманах помогает сделать доступными лучшие статьи, опубликованные на русском языке, мировому сообществу. Помимо статей, опубликованных в журнале «Евразийская экономическая интеграция», к публикации также принимаются статьи на русском или английском языках, специально написанные для ежегодника.

Требования к рукописям

Статьи принимаются по электронной почте: editor@eabr.org. Все поступившие статьи проходят процедуру «слепого рецензирования». Хотя объем статьи строго не ограничивается, редакция рекомендует авторам подготовку статей «стандартного» академического размера: 6–8 тыс. слов или 30–40 тыс. знаков. Помимо основного текста, автор должен предоставить краткие биографические сведения (ФИО, ученая степень, звание, место работы и должность) (100–150 слов); резюме статьи (100–150 знаков) и список использованной литературы.

Отраслевые обзоры

Аналитическое управление ЕАБР публикует отраслевые и страновые аналитические обзоры. Электронные версии обзоров доступны по адресу: <http://www.eabr.org/rus/publications/AnalyticalReports/>.

Консалтинговые услуги

Банк оказывает информационно-консультационные услуги, в том числе на возмездной основе, стратегическим партнерам и клиентам. Аналитическое управление банка обладает собственной экспертизой и может подключать специалистов других подразделений банка (проектные менеджеры, корпоративное финансирование, казначейство, правовое управление). К осуществлению консалтинговых проектов также могут привлекаться внешние эксперты из ряда стран СНГ.

Консультационные услуги оказываются по ряду направлений, включая:

- анализ состояния и динамики развития отдельных отраслей экономик государств – участников банка и других стран ЕврАзЭС;
- аналитические обзоры финансовых рынков стран ЕврАзЭС;
- экономический и правовой анализ интеграционных соглашений и структур на постсоветском пространстве;
- вопросы деятельности банков развития в странах СНГ и развития сотрудничества с ними.

Контакты

Ясинский Владимир Адольфович

Директор по аналитической работе,
член Правления ЕАБР
Электронная почта: yasinskiy_va@eabr.org
Телефон: +7 (727) 244 68 75

Винокуров Евгений Юрьевич

д. э. н., зам. начальника Аналитического
управления, начальник отдела
экономического анализа и консалтинга
Электронная почта: vinokurov_ey@eabr.org
Телефон: +7 (727) 244 40 44, доб. 6146

ISBN 978-601-7151-12-6



9 786017 151126