

Стратегия развития рынка капиталов — 2020



Миркин Яков Моисеевич — заведующий отделом международных рынков капитала ИМЭМО РАН, доктор экономических наук, профессор.

Статья содержит ключевые положения Стратегии развития рынка капиталов (далее — Стратегия), разработанной в 2011 г. в интересах СРО «Национальная фондовая ассоциация», участники которой — крупнейшие банки и брокеры-дилеры контролируют более 70% российского рынка капиталов. Стратегия обсуждена и принята НФА для руководства к действию как платформа для консолидации усилий СРО и профессиональных объединений, работающих на российском финансовом рынке. Стратегия развития рынка капиталов разработана Я.М. Миркиным с привлечением материалов А.А. Логинова, К.Б. Бахтараевой, З.А. Лебедевой, А.В. Левченко, А.Е. Абрамова (личные пенсионные счета).

*Окончание.
Начало см. в № 11/2011*

Эмитенты

Финансовый рынок перегружен излишними регулятивными издержками. Сильна тенденция ухода эмитентов прежде всего крупных и средних компаний на зарубежные рынки с большей ликвидностью и меньшими издержками, с более высоким потенциалом капитализации. Расширяется практика создания холдинговых компаний за рубежом с российскими активами и капитализация их вне периметра российского финансового рынка. Важной целью развития финансового рынка является оптимизация регулятивных издержек эмитентов, обеспечение для них максимально гибкого режима выхода на финансовые рынки за инвестициями и капитализацией.

В связи с этим необходимо следующее.

- Сокращение регулятивных издержек эмитентов, прежде всего в секторе компаний малой и средней капитализации (инновационный, быстрорастущий сектор российской экономики), в сегменте ценных бумаг, не предназначенных для публичного обращения. Предотвращение концентрации облегченных регулятивных режимов преимущественно на уровне крупнейших эмитентов.
- В рамках расширения полномочий региональных отделений ФСФР существенное сокращение списка крупнейших эмитентов, ценные бумаги которых регистрируются только в центральном аппарате ФСФР («федеральная группа»), — от 1500 до 150–200 позиций. Снятие запрещения регистрации в региональных отделениях ФСФР опционов эмитента и жилищных сертификатов. Увеличение лимитов, в рамках которых региональные отделения ФСФР регистрируют выпуски ценных бумаг: в части акций по открытой подписке — до 1–1,5 млрд руб.

(в настоящее время — до 100 млн руб.), в части акций по закрытой подписке — до 2–3 млрд руб. (в настоящее время — до 400 млн руб.), в части облигаций — до 3–5 млрд руб. (в настоящее время — до 1 млрд руб.).

- Введение уведомительного порядка государственной регистрации ценных бумаг, не предназначенных для публичного обращения на организованных рынках, при малых объемах эмиссии и ограниченном числе первичных инвесторов (аналог exempt securities в практике фондового рынка США). Существенное сокращение объема раскрываемой информации для малых эмиссий, не предназначенных для публичного обращения.

- Увеличение срока, в течение которого эмитент обязан завершить размещение эмиссионных ценных бумаг, с одного года до двух лет с даты государственной регистрации выпуска (аналог «полочной» регистрации в США, позволяющей выводить эмиссии на рынок в период, наиболее удобный с точки зрения рыночных условий и потребностей эмитента в размещении).

- Дифференциация финансовых санкций за нарушения в области раскрытия информации, защита прав и интересов инвесторов в зависимости от масштабов бизнеса эмитента, устранение чрезмерных размеров штрафов для среднего и малого бизнеса (которые могут быть сопоставимы с размерами доходов от ведения основной деятельности).

- Реализация программы государства по выводу крупных эмитентов на фондовый рынок (на базе ФСФР и ее региональных отделений) на основе обязательного листинга:

- обязательный листинг акционерных обществ на российских биржах (в соответствующих сегментах крупной, средней и малой капитализации), в случае если они получают го-

сударственное финансирование на капитальные вложения, а также на цели исследований и развития (из федерального бюджета и внебюджетных фондов федерального уровня);

- требование обязательного листинга при приватизации принадлежащих государству долей в акционерных капиталах (федеральный уровень); при организации долгового финансирования с участием государства (венчурные проекты с последующим выходом малых компаний на капитализацию в сегменте высокотехнологичных компаний, инфраструктур-

В российской практике еще не произошло накопление массива обычаев и норм делового оборота, связанных с рынком корпоративного контроля.

ные проекты, в том числе с выпуском облигаций и т.п.);

- введение обязательного котирования своих акций через российские фондовые биржи, например, обязательный листинг с 2012 г. на фондовых биржах (пусть даже во внесписочных листах) открытых акционерных обществ, имеющих собственные средства в размере свыше 10 млн долл. в рублевом эквиваленте.

Рынок корпоративного контроля на развивающихся рынках, подобно российскому, в условиях «капитализма владельцев контрольных пакетов» имеет первоочередное значение в сравнении с публичным рынком акций.

Вместе с тем рынки корпоративного контроля являются повсеместно менее регулируемы в сравнении с публичными рынками акций, будучи объектами скорее рамочных директив (кроме процедур раскрытия информации и борьбы с инсайдом и манипулированием), общих норм гражданского права и обычаев делового

оборота, нежели жестких правил публичных финансовых рынков.

В российской практике еще не произошло накопление массива обычаев и норм делового оборота, связанных с рынком корпоративного контроля.

В связи с этим фундаментальным фактором, обеспечивающим создание институциональных и правовых рамок выявления объективной капитализации компаний при передаче контроля за ними, а также надлежащее функционирование механизма честного ценообразования на рынке

корпоративного контроля (термины взяты в их экономическом значении), являлось бы создание Кодекса слияний и поглощений (аналогичные кодексы имеются в Великобритании и других странах). Должны быть институционализированы государственные функции по надзору за рынком корпоративного контроля, по его мониторингу, по предупреждению монополизации и ослаблению рыночности экономической среды. Должна существовать специализированная структура по разрешению споров на рынке корпоративного контроля. Необходимо обеспечить выполнение международных стандартов в области регулирования рынка ценных бумаг¹ [1] в части раскрытия информации о лицах, приобретающих контроль над компанией; о временном приостановлении торговли ценными бумагами компаний, являющихся субъектами сделок по передаче контроля.

Финансовые инструменты и сделки

Цели. Рынок неоднороден в части легитимизации, обеспечения

прозрачности и стандартизации инструментов и сделок. Высоки лежащие на них регулятивные издержки. Велики возможности для регулятивного и налогового арбитража. Значительны пустоты регулирования.

Цель стратегии — выравнивание уровня развития отдельных сегментов российского финансового рынка. Стандартизация сложившихся практик, заполнение правовых ниш, сокращение возможностей для регулятивного арбитража. Оптимизация регулятивных и налоговых издержек, связанных с отдельными инструментами и сделками.

Разделение функций регулирования и надзора на развивающемся финансовом рынке является искусственным.

Долговые ценные бумаги и акции. С учетом российской специфики (концентрированной собственности на бизнес, широкого использования офшоров как номинальных акционеров) приоритетом, обеспечивающим рост длинных инвестиций в реальный сектор, является развитие рынков долговых инструментов — длинных ОФЗ, создающих основу для определения доходности, длинных ипотечных облигаций, долгосрочных облигаций наиболее надежных корпоративных эмитентов и в следующую очередь облигаций компаний средней капитализации.

Должна быть проведена инвентаризация регулятивного и налогового режимов выпуска и обращения долгосрочных долговых бумаг (со стороны эмитентов, инвесторов и инфраструктурных институтов) с тем, чтобы убрать все барьеры, снижающие их инвестиционную привлекательность.

IPO и SPO на внутреннем рынке будут неизбежно иметь подчиненное значение в сравнении с долго-

вым сегментом. В рамках сложившейся модели рынка крупнейшие IPO и SPO будут происходить за рубежом, где для них обеспечивается наибольшая ликвидность.

Вместе с тем и для акций необходимы инвентаризация и изменения регулятивного и налогового режимов с тем, чтобы создать новые возможности регулятивного и налогового арбитража в пользу российского рынка, усилить стимулы к долгосрочным вложениям в акции, расширить долю отечественных инвесторов (розничных и институциональных) в составе капиталов крупнейших отечественных компаний.

В условиях дефицита инвестиций для модернизации экономики российские депозитарные расписки как средство вывоза капитала офшорными холдинговыми компаниями с российскими активами (пример — РДР ОК «Русал») являются избыточным инструментом. РДР могут быть использованы для потери «уникального товара» российским рынком как механизм замещения акций крупнейших компаний на их РДР во внутреннем обороте.

Создать условия для появления на рынке корпоративных облигаций новых эмитентов преимущественно из среднего бизнеса, в котором заложен наибольший потенциал инновационного роста. Для этого нужно полностью отменить предусмотренное в Гражданском кодексе РФ ограничение объема эмиссии корпоративных облигаций размером уставного капитала хозяйственных обществ. Вероятно, стоит предусмотреть возможность упрощенной регистрации и размещения небольших, до 1–1,5 млрд руб., выпусков корпоративных облигаций компаний

малой и средней капитализации в порядке, аналогичном порядку размещения акций в рамках рынка инноваций и инвестиций ММВБ.

Следует ввести уведомительную процедуру для порядка фиксации итогов выпуска корпоративных облигаций, размещаемых на фондовой бирже.

Необходимо разработать порядок объявления дефолтов по облигациям, ввести в законодательстве институт общего собрания облигационеров.

Дополнительные механизмы, нацеленные на рост внутреннего предложения финансовых инструментов.

- Стандартизация большей части внебиржевых финансовых продуктов (РЕПО, коммерческих бумаг, деривативов, продуктов секьюритизации, свопов и других финансовых инструментов). Установление стандартов due diligence, стандартных условий раскрытия информации, конфигурации продуктов, состава активов, структуры сделок, порядка хранения и поставки активов, клиринга и расчетов; принятие типовых договоров и соглашений. Гармонизация российской и международной практики (на основе взаимодействия с международными ассоциациями финансовых институтов).

- Принятие закона о двойных и простых складских свидетельствах. Урегулирование практики выпуска коммерческих бумаг на вексельной основе для прямого размещения между инвесторами и обращения на внебиржевом рынке.

- Обеспечение равного регулятивного режима для кредитных организаций и брокерско-дилерских компаний в использовании в собственных целях средств клиентов, переданных им в рамках брокерской деятельности

(с учетом введения пруденциального надзора над брокерско-дилерскими компаниями).

- Формирование специализированного правового поля для сделок на рынке корпоративного контроля, отличного от правового режима публичного обращения ценных бумаг и защиты прав инвесторов на массовом вторичном рынке (урегулирование тендерных предложений, недружественных поглощений, их отделение от рейдерства как деятельности с нарушением законодательства, снятие излишних ограничений на разовые сделки на рынке корпоративного контроля с ценными бумагами, не предназначенными для публичного обращения, в том числе относящимися к признанию сторон квалифицированными инвесторами, к обязательному посредничеству брокеров и т.п.).

- Использование ограничительных механизмов для организации коротких продаж и маржинальной торговли в границах, не нарушающих конкурентность рыночной среды и свободу рыночного волеизъявления.

- Предупреждение возникновения налоговых механизмов, не соответствующих экономической природе финансовых инструментов и сделок на финансовом рынке, исключение массы неясностей и неоднозначных толкований, содержащихся в налоговом законодательстве, в части, относящейся к финансовому рынку.

Финансовые посредники

Цели. Российский финансовый рынок — один из самых волатильных в мире. Хотя в значительной мере эксцессивная волатильность вызвана низкой финансовой глубиной экономики, открытостью счета капитала при фиксированном валютном курсе, зависимостью от иностранных инвесторов при отсутствии расширенной базы внутреннего спроса на финансовые активы, часть факторов,



формирующих волатильность, относится к архитектуре финансового рынка. Это прежде всего низкая капитализация финансовых институтов; чрезмерная концентрация денежных ресурсов и рынков в столице; олигополистическая структура финансового рынка с его концентрацией на узких группах участников и финансовых инструментов; сверхконцентрация в структуре институциональных инвесторов; отсутствие мониторинга потоков иностранных портфельных инвестиций в архитектуре торговых систем; недостаточная ликвидность рынка для поддержания устойчивости; ограниченный круг финансовых инструментов для диверсификации финансовых потоков; слабость систем управления рисками и отсутствие надзора за финансовым состоянием профессиональных участников рынка ценных бумаг; отсутствие компенсационных фондов на фондовом рынке; информационная асимметрия и др.

В связи с этим в число *целей стратегии* входят реструктуризация и усиление регулирования небанковских финансовых институтов, которые были бы направлены на предупреждение финансовых

рисков на микро- и макроуровнях, на противодействие системному риску, связанному с ними.

Меры. Необходимо реализовать систему административных и экономических мер, направленных на рост ликвидности, противодействие системным рискам российского финансового рынка.

- Продолжение реструктуризации отрасли ценных бумаг, дериивативов и институциональных инвесторов (рост капитализации, снижение системных рисков, консолидация при сохранении всех необходимых условий для деятельности эффективных финансовых институтов мелкого и среднего размера и расширения сети финансовых посредников). Поддержание конкурентной рыночной среды на финансовом рынке, противодействие со стороны государства росту олигополии во всех сегментах финансового рынка. Снижение уровня огосударствленности финансового рынка.

- Расширение «периметра» финансового регулирования. Переход к регулированию и надзору финансовых конгломератов

тов / финансовых холдинговых компаний / пулов инвестиционных активов и их агрегированных рисков независимо от того, какие типы финансовых институтов являются их ядром (кредитные организации, брокерско-дилерские компании, управляющие компании, страховые организации и т.п.). Формирование «коллегий регуляторов» для крупнейших финансовых конгломератов с российскими корнями (системообразующих финансовых институтов на российском финансовом рынке). Участие в «коллегиях регуляторов» для глобальных финансовых институтов, действующих на территории Российской Федерации.

- Исключение возможности нелегализуемой финансовой деятельности (финансового посредничества).
- Создание системы мониторинга финансового рынка и необходимого правового поля с целью выявления, квалификации и предупреждения безлицензионной деятельности на финансовом рынке («финансовые пирамиды», безлицензионные управляющие компании и брокеры и т.п.).
- Устранение возможностей для регулятивного арбитража (неоправданных различий в режиме и тяжести регулирования различных видов финансовых инструментов и финансовых институтов, прежде всего кредитных организаций, брокерско-дилерских и управляющих компаний, и страховых компаний как институциональных инвесторов). Приведение регулятивной и налоговой нагрузки в соответствие с природой их рисков и выполняемыми функциями.
- Оптимизация регулятивной нагрузки на финансовые институты, имея в виду, что брокерско-дилерские компании, управляющие компании, обеспечивая инвестиции в инновационные, быстро растущие сегменты российской

экономики, должны принимать более высокие риски и действовать с более высоким левериджем (при сокращенных требованиях к пруденциальному надзору и собственному капиталу в сравнении с кредитными организациями, являющимися основой платежной системы страны).

- Расширение требований к системам управления рисками и публичного раскрытия информации брокерско-дилерских компаний, управляющих компаний и институциональных инвесторов. Внедрение практики стресс-тестирования профессиональных участников рынка ценных бумаг.
- Противодействие «процикличности», эксцессивному наращиванию корпоративных и банковских долгов при ограниченном росте капиталов в позитивных периодах циклов; рост капиталов и создание «подушек безопасности» в годы экономического подъема; адаптация пруденциальных требований по Базелю для банков к применению в брокерско-дилерских компаниях, управляющих компаниях и страховых организациях (с учетом облегченных требований для развивающихся рынков). Использование



при целесообразности специальных резервов — буферов, требований к структуре баланса (леверидж, ликвидность и т.п.).

- Перенос центра тяжести с государственного надзора за соблюдением формальных требований законодательства (внутренний учет, раскрытие информации, правила совершения сделок и т.п.) на пруденциальный надзор (финансовое состояние, риски профессиональных участников) и надзор за соблюдением прав инвесторов и честностью и справедливостью ценообразования (противодействие манипулированию и инсайдерским сделкам). Акцентирование систем раскрытия информации и пруденциального надзора на регулировании рисков, относящихся к внебиржевым финансовым продуктам и сегментам рынка. Ужесточение стандартов пруденциального надзора (вектор — предупреждение накопления системных рисков на микроуровне финансового рынка, учет посткризисных изменений в международной практике пруденциального надзора).

- Расширение информационной прозрачности забалансовых операций банков, профессиональных участников рынка ценных бумаг и институциональных инвесторов, их операций на внебиржевом рынке, в сфере внебиржевых продуктов, деривативов, в области секьюритизации и других форм финансового инжиниринга, в процессе андеррайтинга и первичного размещения всех видов финансовых продуктов, рисков, принимаемых участниками во всех сегментах финансового рынка.

Инфраструктура рынка

Организаторы рынка, депозитарная, расчетно-клиринговая и учетная инфраструктура

Цели. Российский финансовый рынок нуждается в значитель-

ном снижении фрагментарности (организационных, информационных, регулятивных, технологических барьеров на рынке, затрудняющих честность и справедливость ценообразования и значительно увеличивающих трансакционные издержки).

Центры ценообразования на товары российского экспорта находятся за рубежом, на рынках деривативов с товарным базисом, торгуемых на иностранных фондовых, товарных и деривативных биржах. Отсутствует регулятивная и операционная возможности влиять на цены

Российский финансовый рынок является одним из самых рискованных в мире.

при высоких значениях ценового риска. Актуальной является задача создания в России крупного биржевого центра ценообразования на экспортируемые товары (сейчас цены на энергоносители, металлы, продовольствие и т.п. полностью определяются за рубежом).

В посткризисный период усиливается тенденция к интеграции инфраструктуры российского финансового рынка по модели: а) консолидированная биржа, охватывающая все инструменты финансового рынка, включая финансовые и товарные деривативы; б) консолидированный центральный депозитарий, консолидированная расчетно-клиринговая инфраструктура (организационно разделенные, охватывающие все инструменты финансового рынка); в) сохранение регистраторской инфраструктуры (сеть регистраторов), отделенной от депозитарной.

На рынке пока отсутствуют развитые биржевые рынки товарных деривативов (прежде всего на энергоресурсы и металлы — основное сырье, экспортируемое Россией; в России в силу нехватки

ликвидности указанные рынки могут развиваться только в составе консолидированной биржи); внебиржевые торговые системы (ATS, ECNs); специализированные инфраструктурные институты для урегулирования расчетов по деньгам и финансовым инструментам в различных сегментах внебиржевого рынка (прежде всего в части внебиржевых деривативов); институт центрального контрагента (CCP) как на биржевых, так и внебиржевых рынках. Не сложился кастодиальный бизнес (обособленные посредники, оказывающие кастодиальные услуги). Нет консолидированной

способности для предоставления займов ценными бумагами для обеспечения расчетов по ценным бумагам (на базе центрального депозитария).

В связи с этим *целью стратегии* является консолидация инфраструктуры финансового рынка, снижение ее фрагментарности наряду с сохранением конкурентных начал, с запуском новых инфраструктурных институтов, основанных на международном опыте альтернативных торговых систем, частных систем клиринга и расчетов.

Меры. Целесообразно разработать и реализовать концепцию «Национального финансового рынка», направленную на снижение фрагментарности и трансакционных издержек (как, например, в США), а в ее рамках:

- снизить регулятивные издержки до уровня, позволяющего конкурировать за эмитентов и финансовые инструменты с ключевыми зарубежными торговыми площадками;
- завершить консолидацию торговой, депозитарной и расчетно-клиринговой инфраструктуры рынка (групп ММВБ и РТС);

- создать в соответствии с международной практикой национальную депозитарную и расчетно-клиринговую корпорацию (центральный депозитарий, централизованный клиринг и расчеты по ценным бумагам и другим финансовым инструментам);
- на основе созданной биржевой инфраструктуры ввести в рыночную практику институт центрального контрагента (CCP) и централизованных механизмов поддержания ликвидности и непрерывности расчетов участников рынка на основе заимствований ценных бумаг; создать централизованный клиринг для внебиржевых рынков; развивать централизованные системы раскрытия информации обо всех сегментах внебиржевых рынков (РЕПО, коммерческие бумаги, деривативы, свопы, продукты секьюритизации и т.п.); создать ценовые центры для выявления и раскрытия цен на финансовые продукты на внебиржевых рынках; создать консолидированную способность для предоставления займов ценными бумагами для обеспечения расчетов по ценным бумагам (на базе центрального депозитария);
- по мере наращивания ликвидности в отдельных сегментах внебиржевых рынков, прежде всего в части деривативов, создать в них централизованные инфраструктурные институты, обеспечивающие клиринг, расчеты, выполнение функций центрального контрагента (CCP) и раскрытие информации;
- перейти к концепции «Русские биржи» (аналог — Spanish Exchanges, OMX Exchanges — Скандинавия и Прибалтика, Hong Kong Exchanges и т.п.), объединяющей все сегменты и все биржи организованных товарного и финансового рынков; интегрироваться с создаваемой биржей энергоносителей (это биржа деривативов, в ином случае — фрагментация рынка, дефицит ликвидности); создать биржевой рынок квот на выбросы парниковых газов (аналог — климатические биржи за рубежом); создать интегрирован-

ную структуру, объединяющую валютный рынок, рынок государственных и корпоративных ценных бумаг, срочный рынок; в качестве холдинговой структуры является собственником депозитарной (центральный депозитарий и нумерующее агентство) и расчетно-клиринговой корпорации; полностью интегрирует биржевые сети ММВБ, РТС;

- ввести регулятивные требования к профессиональным участникам рынка ценных бумаг с целью обеспечения лучших условий исполнения для инвесторов независимо от того, на каком рынке и в какой торговой системе совершается сделка (аналог — США и Европейский союз).

Следует разрешить профессиональным участникам рынка ценных бумаг создавать в качестве аффилированных лиц альтернативные торговые системы, являющиеся коммерческими организациями, при условии соблюдения принципов честного и справедливого ценообразования; внедрить облегченные регулятивные требования к альтернативным торговым системам, имея в виду покрытие их рисков учредителями; создать регулятивную инфраструктуру для формирования инфраструктурных институтов и реализации принципов централизованного хранения, клиринга и расчетов, централизованного контрагента во внебиржевых сегментах финансового рынка, самостоятельный кастодиальный бизнес.

Кроме того, необходимы стандартизация финансовых и инфраструктурных технологий, преодоление фрагментированности рынка в технологической, информационной, учетной средах; гармонизация российской и международной моделей учета и оценки финансовых инструментов и операций на финансовых рынках (с учетом посткризисных изменений); внедрение электронного документооборота, унификация стандартов пере-

дачи и обработки информации, использование международных стандартов.

Проекты бирж на энергетическое сырье, металлы и т.п. должны реализовываться внутри группы бирж ММВБ — РТС, концентрирующих преобладающую часть ликвидности на российском финансовом рынке. Современные товарные биржи — срочные рынки, на которых товарные деривативы являются, по сути, финансовыми инструментами, а доля реальных поставок товаров крайне невелика. По существу, это финансовые рынки. Создание их в России как отдельных, изолированных, обречено на неуспех, ведет к растрате средств государства и учредителей. Учитывая низкую финансовую глубину и разбалансированность финансовой системы России, на подобных, «отдельно стоящих», биржах невозможно обеспечить ликвидность, которая была бы достаточна для их успешного существования.

Информационная инфраструктура

Цели. Информационные барьеры для входа на рынок массового инвестора избыточны. Инфраструктура рынка поддерживает неполный объем измерений цен, ликвидности и риска финансовых активов. На российском финансовом рынке не обеспечивается равный доступ инвесторов к информации о субъектах рынка, существуют многочисленные информационные асимметрии. Информационная база фрагментарна, не формирует полноценной статистической отчетности о финансовом рынке. У финансового регулятора (ФСФР России) отсутствуют современные информационные технологии, позволяющие обрабатывать основной массив данных о финансовом рынке. Большая часть данных, необходимых для регулятивной деятельности, остается в первичных массивах. Отчетность профессио-

нальных участников финансового рынка не ориентирована на нужды микропруденциального и макропруденциального надзора. Системы обработки информации в целях мониторинга манипулирования и инсайдерской торговли не настроены на особенности российского финансового рынка. Как показывает международная практика, нуждаются в реструктуризации рейтинговые агентства.

Целью стратегии является повышение информационной прозрачности рынка, сглаживание неравенства инвесторов в доступе к рыночной информации, обеспечение всего спектра изменений цен, ликвидности и риска, необходимых для роста эффективности рынка.

Меры. Для реализации намеченных целей необходимыми представляются следующие меры.

- Реструктурирование отчетности профессиональных участников рынка ценных бумаг и институтов коллективных инвестиций, актуализация и гармонизация технологий, связанных с ее обработкой, создание современной информационной базы финансовых регуляторов (переориентация отчетности на нужды микропруденциального и макропруденциального надзора, формирование технологической базы данных и форматов электронной отчетности, системы телекоммуникационного доступа, генерации отчетов и статистической отчетности по финансовому рынку в целом).

- Развитие системы ценовых индикаторов российского финансового рынка на базе совместной деятельности (проектирование, финансовые операции, раскрытие информации, ведение индикаторов) Банка России, Минфина России, ФСФР, организаторов торговли, СРО, пула системообразующих финансовых институтов.

- Создание систем публичного раскрытия информации о внебиржевом обороте на рынке ценных бумаг, деривативов и структурированных продуктов.

- Рейтинговые агентства: обеспечение реальной информационной прозрачности (собственность, корпоративное управление, урегулирование конфликтов интересов, методики рейтинга), введение элементов надзора за соблюдением требований государственной аккредитации. Введение обязательного национального кредитного рейтинга корпоративных облигаций, векселей и коммерческих бумаг, привилегированных акций, продуктов секьюритизации с номинальным объемом выпуска более 1 млрд руб. Обеспечение равного регулятивного режима и однородной рыночной среды для деятельности российских и международных рейтинговых агентств на внутреннем рынке.

- Обеспечение открытого и бесплатного доступа массового инвестора к информации о финансовом рынке. Восстановление общедоступной системы раскрытия информации о рынке (эмитентах и профессиональных участниках), находящейся в собственности государства, бесплатной для

пользователей (аналогия — Edgar, США).

- Улучшение нормативно-правовых условий для оценки массовыми инвесторами состояния эмитентов. Поэтапный перевод эмитентов, чьи ценные бумаги обращаются на российской и иностранных биржах, на составление консолидированной финансовой отчетности в соответствии с международными стандартами на ежеквартальной основе. Возложение на эмитентов и других участников финансового рынка обязанности публиковать длинные серии показателей, характеризующих фундаментальные изменения в деятельности эмитентов, в их экономике и финансах, в условиях функционирования рынков. Обязательная публикация консолидированной отчетности по конгломератам, холдингам, группам и другим объединениям взаимосвязанных компаний.

Регулирование рынка капиталов

Государственное регулирование

Цели. Российский финансовый рынок находится на ранней стадии развития. В связи с этим го-

сударство выбрало «интервенционистский» подход в регулировании финансового рынка, основанный на жестких предписаниях, формируя «сверху» массивы правил, норм деловой практики, понуждая участников рынка к раскрытию информации, непосредственно участвуя в строительстве рынков, вмешиваясь в деятельность рынка в моменты острых кризисов и т.п.

Вместе с тем в ходе регулирования финансового рынка России постепенно формируется избыточность правил, устанавливаемых централизованно на основе предписаний. Появляются эксцессивные регулятивные издержки. По мере роста зрелости рынка, усложнения инструментов и технологий, используемых на нем, массив норм и правил неизбежно начинает отставать от практики, не в полной мере учитывает обычаи делового оборота. Операционная способность и ресурсы государственных регуляторов фондового и страхового рынков, рынков пенсионных накоплений и коллективных инвестиций не соответствуют их задачам и функциям. Крайне ограничена практика правоприменения, относящаяся к честности цен на финансовые активы. Необходимы реформа финансового регулирования; завершение создания мегарегулятора (объединение надзорной и нормотворческой функций); увеличение ресурсной базы государственных регуляторов; перенос акцентов на саморегулирование, на надзор за честностью цен и уровнем рисков рынка, на пруденциальный надзор (ценные бумаги и деривативы). Разделение функций регулирования и надзора на развивающемся финансовом рынке является искусственным.

Меры. Залогом успешной реформы финансового регулирования являются следующие меры.

- Активная позиция государства в развитии инфраструктуры



рынка, новых видов финансовых инструментов, сделок, институтов, в создании условий для роста внутреннего спроса на долгосрочные вложения в финансовые активы реального сектора.

- Сокращение регулятивных издержек на финансовом рынке, модернизация (реструктуризация) массива нормативных актов с позиций их актуальности, применимости, излишней регламентации профессиональной деятельности, предупреждения экономических последствий, связанных с ростом цен на финансовые услуги, снижением ликвидности и устойчивости рынка, выталкиванием части его оборотов в «серую зону». Предупреждение неконтролируемого роста отчетности и внесистемной информации, запрашиваемой регулятором и не используемой им для мониторинга и урегулирования системного риска финансового рынка. Гармонизация российской и международной нормативно-правовой базы в части организации выпуска и обращения финансовых инструментов, деятельности финансовых институтов, систем раскрытия информации, защиты инвесторов (ЕС, международные организации).

- Переход к законодательству, устанавливающему преимущественно принципы регулирования, позволяющему внедрять новые продукты, сервисы и услуги, как правило, без внесения изменений в федеральные законы.

- Исключение регулятивного вакуума. Перенос основного объема регулирования, определяющего порядок деятельности на финансовом рынке и в инфраструктурных институтах, в стандарты саморегулируемых организаций. Постепенный переход к новой модели регулирования финансового рынка, основанной как на жестких и детальном нормах и предписаниях, так и на договоренностях с участниками рынка,

на совместных действиях и программах, на общих принципах, являющихся идеологическими документами и закрепленных стандартами саморегулируемых организаций и организаторов торговли.

- Обеспечение публичности деятельности (раскрытие информации) Совета при Президенте Российской Федерации по развитию финансового рынка Российской Федерации. Введение в практику разработки и утверждения ФСФР России совместно и по согласованию с Банком России и Минфином России ежегодных «Основных направлений государственной политики на финансовом рынке» на следующий год, а также ежегодных отчетов ФСФР о привлечении инвестиций через рынок ценных бумаг и обеспечении его эффективного функционирования.

- Завершение создания мегарегулятора финансового рынка, увеличение его ресурсной базы (обеспечение его необходимой операционной способности и достаточности ресурсов для выполнения своих функций). Предупреждение дефицита опе-

рационной способности и ресурсной базы Минфина России в выполнении его нормотворческих функций на финансовом рынке. Укрепление независимости финансового регулятора (ФСФР) при сохранении его подотчетности Правительству РФ и закреплении за ним функций по формированию и реализации политики развития финансового рынка. Восстановление Экспертного / Общественного совета ФСФР с участием представителей отрасли, эмитентов и инвесторов, независимых экспертов. Сохранение «двойной» модели надзора (ЦБР — кредитные организации, ФСФР — небанковские финансовые посредники). Перенос тяжести в надзоре, осуществляемом ФСФР, с контроля соблюдения правил и регламентов, установленных регулятором, на мониторинг рисков финансовых посредников на финансовом рынке (пруденциальный надзор). Предупреждение разделения надзорных, нормотворческих и других регулятивных функций между экономическими ведомствами, искусственно разрывающего процесс формирования и реализации политики государства на финансовом



рынке. Децентрализация управления в системе ФСФР, расширение полномочий региональных отделений ФСФР в области лицензирования, регистрации, аттестации, надзора при усилении стратегической и аналитической составляющей в деятельности ФСФР на федеральном уровне.

- На государственном уровне необходимо выработать ясную для регуляторов и рынка политику в области ограничения дальнейшей экспансии государства в сфере инвестиционно-финансовых услуг.

- Создание системы гарантирования и страхования частных инвестиций (компенсационных фондов профессиональных участников в рамках СРО, покрывающих риски невыполнения ими обязательств перед клиентами, либо централизованной системы резервирования средств с участием государства).

- Формирование системы статистических публикаций о выпуске и обращении акций и других ценных бумаг, деятельности брокерско-дилерских компаний, организаторов торговли и инфраструктурных организаций, сопоставимой с ведущейся Банком России системой информации о кредитных организациях.

- Создание системы мониторинга системного риска на финансовом рынке в рамках системы пруденциального надзора (крупные короткие позиции, портфельные инвестиции нерезидентов, формирование «мыльных пузырей» в динамике капитализации, непогашенной массы долговых обязательств, финансовых инструментов срочного рынка и т.п.).

- Преодоление фрагментарности системы регулирования, создание современной системы взаимодействия между регуляторами финансового рынка (Минфин России, ФСФР России, Банк России):

- совместные органы по решению крупных проблем (коллегии, межведомственные комиссии, рабочие группы, экспертные советы и т.п.);

- выработка общей политики в области развития финансового рынка, согласование политики в смежных областях (бюджет, денежно-кредитная сфера, счет капитала, банки и т.п.);

- введение схем обмена информацией, в том числе конфиденциальной, в случае чрезвычайной ситуации;

- организация совместного регулирования финансовых конгломератов с определением ведущего регулятора (регулятора

Низкая конкурентоспособность России связана, по убеждению инвесторов, с чрезмерно высокими рисками.

- материнской компании), с организацией совместных процедур выдвижения нормативных требований (например, к уровню достаточности консолидированного капитала и агрегированных рисков), надзора, проверок, оценок областей озабоченности, принятия санкций, оповещения о предпринимаемых действиях в отношении отдельных компаний конгломерата;

- разработка совместных стандартов, правил, ведение различных видов совместной деятельности (использование общих информационных систем, проведение совместных проверок, расследований, если они возможны, принятие совместных санкций, согласование процедур надзора и понуждения к исполнению правил);

- заключение меморандумов о взаимопонимании или договоров о сотрудничестве, включающих все возможные формы совместной деятельности регуляторов.

- Расширение практики правоприменения в части обеспечения честности механизмов ценообра-

зования (манипулирование, инсайдерство и другие нечестные торговые практики).

- Создание специализированных судов для ведения дел, связанных с применением законодательства об акционерных обществах, финансовом рынке, защите прав инвесторов.

Саморегулирование

Цели. Значительные сегменты финансового рынка находятся в регулятивном и информационном вакууме. Государство не способно заполнить его (дефицит ресурсов и операционной способности регулятора). Саморегу-

лируемые организации не в полной мере выполнили свое предназначение по обеспечению информационной прозрачности и стандартизации операций на финансовых рынках. Не гармонизированы стандарты конкурирующих СРО.

Целью стратегии является рост эффективности регулятивной инфраструктуры рынка на основе укрепления саморегулирования.

Меры, которые будут способствовать укреплению саморегулирования.

- Передача (во все большей степени) аттестационных, надзорных и регулятивных функций саморегулируемым организациям профессиональных участников рынка ценных бумаг.

- Значительное расширение массива стандартов в части регулирования систем управления рисками и стресс-тестирования, внебиржевого рынка (РЕПО, коммерческие бумаги, деривативы, продукты секьюритизации, свопы и другие финансовые инструменты, структурированные финансовые

продукты, альтернативные инвестиции), организации первичного рынка, рынка корпоративного контроля.

- Смещение к СРО (от государства) функций разработки правил и стандартов, а также надзора за их исполнением, в части финансовых технологий и продуктов, стандартизации сделок, внутреннего учета, внутреннего контроля, раскрытия информации, урегулирования конфликтов интересов, организации документооборота, разработки типовых договоров и соглашений.

- Разработка стандартов / профессиональных кодексов в части систем вознаграждения менеджеров, предупреждающих принятие ими эксцессивных рисков, чрезмерность в стремлении к краткосрочным доходам и спекулятивному трейдингу в ущерб устойчивому росту инвестиций в экономику и стабильной финансовой динамике (обязательства в группе G-20).

- Создание компенсационных фондов СРО (покрытие убытков инвесторов в случае банкротства профессиональных участников рынка ценных бумаг — членов СРО).

- Усиление информационных функций СРО в части систем раскрытия информации о сегментах финансового рынка (финансовые посредники, финансовые инструменты, динамика и структура инвестиций), а также систем, обеспечивающих формирование цен (ценовой фиксинг) на ценные бумаги и финансовые инструменты внебиржевого рынка (облигационный фиксинг и др.).

Налоги

Цели. В недостаточной мере используются налоговые инструменты для стимулирования долгосрочных инвестиций, прежде всего розничных инвесторов, в реальную экономику, в приоритетные отрасли, в модернизацию,

для предупреждения накопления «горячих денег» на финансовом рынке и концентрации системного риска («мыльные пузыри», финансовые инфекции, бегство капиталов, потенциальные финансовые кризисы). Не полностью освоен опыт промышленных и развивающихся экономик в налоговом стимулировании внутреннего спроса на активы финансового рынка. Искусственно снижена налоговая привлекательность ценных бумаг и финансовых продуктов, основанных на них, в сравнении с банковскими депозитами.

Целью стратегии является содействие государству:

- в создании налоговой среды, стимулирующей длинные инвестиции на финансовом рынке в целях модернизации экономики;
- в усилении налоговых стимулов, направленных на рост внутреннего массового спроса на финансовые активы, на увеличение прямых и портфельных консервативных иностранных инвестиций.

Меры. Предложенные в настоящей «Стратегии» налоговые стимулы: для инвесторов — раздел 2; по видам финансовых инструментов и сделок — раздел 4; создание международного финансового центра — раздел 9; сокращение налогового пресса на экономику как условие развития финансового рынка — раздел 10.

Риски

Цели. Российский финансовый рынок является одним из самых рискованных в мире. Ежегодно его волатильность составляет десятки процентов. Сроки жизни российских финансовых институтов намного короче, чем на большинстве других крупных финансовых рынках. Рынок во многом основан на спекулятивной модели, на зависимости от «горячих денег» нерезидентов, при низкой насыщенности российской экономики деньгами и финансовыми инструментами. Специфические риски вносит огосудар-

ственность рынка, его олигополистическая структура, слабость финансовых институтов, не являющихся кэптивами. Рынки-аналоги подвержены финансовым кризисам с периодичностью в пять — десять лет.

Целью стратегии является снижение рисков рынка до уровня «новых промышленных стран», переход в группу рынков, приближенных по уровню зрелости к промышленным странам.

Меры. Развитие культуры управления рисками, создание многочисленных буферов, нацеленных на концентрацию отдельных видов рисков и системного риска. Предложенные в настоящей «Стратегии» меры на макроуровне — раздел 10, на микроуровне (финансовые посредники) — раздел 5.

Интеграция финансовых рынков

Цели. РФ теряет преимущества в интеграции рынков капитала на постсоветском пространстве. Политика в этой области ненаступательная. Теряются уникальные шансы по концентрации и перераспределению через рынки РФ финансовых инструментов, институтов и денежных ресурсов из стран СНГ / ЕвразЭС.

Целью стратегии является содействие государству:

- в возобновлении интеграционных процессов постсоветских финансовых рынков, в обеспечении свободного перемещения капиталов между ними;
- в создании нового регионального ядра (страны СНГ / ЕвразЭС) в системе глобальных финансов.

Меры. Осуществление программы мер по интеграции финансовых рынков стран СНГ / ЕвразЭС, обеспечивающих возможности их консолидации и увеличения объемов обращающихся на них инвестиционных ресурсов. Унификация законодательства стран СНГ / ЕвразЭС по финансовому рынку и акционер-

ным обществам. Взаимное признание государственной регистрации ценных бумаг. Разрешение на вывоз и допуск к обращению ценных бумаг, выпущенных в какой-либо стране, для обращения в других государствах — участниках соглашения. Взаимное признание лицензий, аттестатов и иных разрешений, выданных для ведения деятельности на финансовом рынке («двойной паспорт»).

Международный финансовый центр. Сосредоточение международной ликвидности по операциям «нерезидент — нерезидент» является эффективной стратегией увеличения финансового потенциала страны, роста вклада в ВВП, создаваемого финансовым сектором (до 8–10% в случае лондонского Сити), обеспечения предпосылок для укрепления международного статуса рубля, создания новых рабочих мест и современной городской инфраструктуры.

Архитектура МФЦ в РФ может быть многоуровневой.

- Национальный проект «Финансовая площадка Россия» (аналог — Германия в 1990-е годы), создание в РФ финансового центра для постсоветских и других развивающихся рынков. Программа содействия росту конкурентоспособности финансового рынка РФ, льготные налоги для нерезидентов в части длинных инвестиций (мировая практика); программа маркетинга для продвижения рынка РФ как площадки для нерезидентов.

- *Москва как МФЦ* (создание удобной среды для нерезидентов; программа льгот — налоги, аренда, доступ к иным ресурсам города; система управления проектом в структуре города — по аналогии с Лондоном, Франкфуртом).

- *МФЦ как агентство* (членство дает право на налоговые льготы по сделкам «нерезидент — нерезидент» (аналоги — Дублин, Ванкувер, Монреаль, Алматы)).



- *Две свободные финансово-банковские зоны* (Калининград и Сочи и др.) под юрисдикцией РФ, обеспечивающие информационную прозрачность и имеющие статус сотрудничающих с налоговыми властями (аналоги — Великобритания (острова Мэн, Гернси, Джерси, а также Дубай)). В рамках МФЦ возможно применение британского права по операциям участников МФЦ между собой.

- *Международный сегмент на биржах* для сделок нерезидентов между собой под налоговые льготы (аналоги — Стамбул, Алматы).

- *Две свободные финансово-банковские зоны* (Калининград и Сочи и др.) под юрисдикцией РФ, обеспечивающие информационную прозрачность и имеющие статус сотрудничающих с налоговыми властями (аналоги — Великобритания (острова Мэн, Гернси, Джерси, а также Дубай)). В рамках МФЦ возможно применение британского права по операциям участников МФЦ между собой.

Финансовая политика государства

Цели. Развитие российского финансового рынка является во многом производным от финансовой политики государства в денежной, валютной и кредитной сферах, в государственных финансах и налогах, в инвестициях, при регулировании курса рубля, цен, процента, счета капиталов, структуры собственности и уровня монополизации экономики.

В 1990-х — 2000-х годах российская экономика и ее финансовый сектор оставались разбалансированной системой с эксцессивной волатильностью, с глубокой «рычажной» зависимостью от динамики глобальных финансов. Двухзначный процент, двухзначная инфляция, низкая финансовая глубина, зависимость от финансовых потоков нерезидентов, склонность к финансовым инфекциям, регулярные экстремумы в финансовой динамике, создаваемые потоками «горячих денег». Риски, возникающие во внешней среде, передавались в российские финансы с кратным усилением. Несмотря на то что в 1990-е — 2000-е годы финансовая система России продвигалась по «шкале зрелости», становясь типичным развивающимся рынком (emerging market), находящимся на средней позиции (по критерию финансовой зрелости) по отношению к другим развивающимся экономикам, в полной мере сохранялась ее свойство демонстративно экстремально высокие колебания в ликвидности, капитализации, проценте, валютном курсе, покупательной способности рубля.



Целью стратегии является содействие государству в формировании и реализации политики перехода от спекулятивной модели финансовой системы, зависимой от внешних инвестиций, к устойчивой модели, основанной на балансе внутреннего и внешнего денежного спроса, в центре которой — длинные инвестиции, модернизация экономики, финансирование инноваций.

Меры. Реализация этой цели возможна в случае выполнения следующих условий.

- Смена парадигмы финансовой политики. Увеличение нормы накопления, снижение фискальной / налоговой нагрузки (увеличение финансовых ресурсов, остающихся в распоряжении бизнеса для целей развития), расширение налоговых стимулов, связанных с модернизацией и длинными инвестициями.
- Увеличение инвестиций государства в корпоративные долги на публичном рынке, связанные с модернизацией, рост насыщенности экономики деньгами и финансовыми активами, сокращение разрыва между реальным и номинальным эффективным курсом рубля, противодействие немонетарной инфляции, политика низкого процента.

- Прекращение политики стерилизации «избыточной» ликвидности, оптимизация валютных резервов, стабилизация счета капиталов (рисков, связанных с «горячими деньгами», введение налога на вывод капитала или иных мягких «рыночных» ограничений в соответствии с широкой международной практикой).

- Максимальное поощрение долгосрочных инвестиций нерезидентов (на основе сокращения регулятивных издержек и фискальной нагрузки, создания налоговых преференций), стимулирование внутреннего спроса на длинные финансовые активы в приоритетных отраслях.

- Осторожное, не нарушающее рыночности среды использование административных ограничений («потолков», лимитов, границ, нормативов и т.п.) для того, чтобы снизить разбалансированность и волатильность финансовой системы России в ее ключевых параметрах (валютный курс, процент, инфляция, курсы ценных бумаг, счет капитала).

- Противодействие системным рискам, создание системы макропруденциального надзора, «раннего оповещения» и урегулирования системных рисков финансового рынка. Контроль за дисбаланса-

ми между внешними финансовыми потоками и возможностями внутренней финансовой системы страны (предложение МВФ). Совмещение надзора за рынком базовых активов и деривативов; акцент на надзор за действиями и позициями крупнейших иностранных портфельных инвесторов; создание баз данных по крупным торговым позициям, занимаемым всеми категориями инвесторов по ключевым сегментам финансового рынка. Формирование совместных планов действия регуляторов и программ внутреннего и международного обмена информацией в «специальных ситуациях». Создание механизма поддержки центральным банком ликвидности крупнейших (системообразующих) небанковских финансовых институтов с целью стабилизации рынка и противодействия кризисным ситуациям.

Улучшение инвестиционного климата в России как условие развития рынка капиталов

Цели. Технические меры по развитию рынка капиталов (разделы 1–9), модернизация финансовой политики государства (раздел 10) не способны сами по себе обеспечить устойчивый рост длинных инвестиций в экономику при минимизации системных рисков. Эти меры, носящие отраслевой характер, не могут решить задачи, стоящей перед российским финансовым рынком, по достижению уровня развития рынков новых индустриальных стран. Нельзя, оставаясь непосредственно в границах финансовой индустрии, обеспечить переход к неспекулятивной модели финансового рынка.

Все эти задачи можно решить только на основе улучшения инвестиционного климата и роста конкурентоспособности Российской Федерации.

Низкая конкурентоспособность России связана, по убеждению ин-

весторов, с чрезмерно высокими рисками. Они определяются сырьевым и зависимым характером экономики, низким уровнем защиты прав собственности, чрезмерными регулятивными издержками, завышенной ролью государства, нестабильностью в ключевых сферах жизни общества. В сочетании с высокой инфляцией, монополизмом, дороговизной в главных промышленных центрах, тяжелыми налогами и снижающимся качеством рабочей силы все это создает у внешних и внутренних инвесторов психологию временщиков, ориентирует на вложения только в те области, где можно быстро получить сверхприбыль.

Основной целью экономической политики должно на практике, а не на словах стать сохранение и рост численности населения, увеличение его активов, заметное улучшение качества и продолжительности жизни.

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

Целью стратегии является содействие государству и обществу в переходе к модели экономики, обеспечивающей улучшение инвестиционного климата до уровня «новых индустриальных стран».

Меры. Преодоление низкой конкурентоспособности — это реструктурирование экономики, ее перенастройка на динамичный, инновационный ряд, на диверсификацию собственности, на налоговое стимулирование экономического роста, на создание исключительно благоприятного режима для прямых инвестиций, прежде всего в технологичные

отрасли. Необходимо увеличение нормы накопления (она низка для динамичной экономики).

Важным звеном является создание атмосферы открытости, свобод, поддержки точек роста, ослабления монополизма (олигополий), резкого сокращения регулятивных издержек. Снижение огосударствленности во всех ее проявлениях, ослабление эксцессивной зависимости бизнеса от государства. Рост эффективности государства (резкий рост зарплаты в госаппарате при адекватном сокращении его численности, стабилизация административных структур, ограничение частоты ротаций, обеспечение

реальной независимости судебной системы, нормализация правоприменения, преодоление сращивания с бизнесом).

Усиление философии «общественной пользы, достигаемой частными усилиями» (вместо философии «частной пользы, получаемой путем приватизации государства и его возможностей»). Прагматизм, политика «золотой середины», находящейся между рыночным фундаментализмом и сползанием к административной экономике. Прекращение политики, основанной только на копировании. Поиск собственной истории успеха, хотя и с учетом лучшей международной практики.

Основной целью экономической политики должно на практике, а не на словах стать сохранение и рост численности населения, увеличение его активов, заметное улучшение качества и продолжительности жизни. Модернизация эко-

номики, удержание пространства и ресурсов страны, укрепление ее международной роли — все это средства, а не самоцель.

Россия приобретет благоприятный инвестиционный имидж тогда и только тогда, когда внутренняя политика будет полностью ориентирована на создание представительного среднего класса как ядра экономики, имеющего устойчивый и дешевый доступ к земле, недвижимости, долговым финансам, ведению частного бизнеса при минимуме регулятивных издержек. Целью такой политики должно стать урегулирование системных рисков, приводивших последние сто лет к утрате активов каждым поколением россиян. Еще одна цель — обезопасить передачу собственности следующим поколениям.

Инвестиционный имидж РФ прямо зависит от возрождения центральных областей России (вместо стягивания населения в Москву и сжатия в них экономической и социальной активности). Он будет определяться не только отдельными мегапроектами, но прежде всего успехом программ общественных работ, создающих современную инфраструктуру в центральных регионах России, обеспечивающих равное качество жизни и условий для бизнеса не только в Москве, Санкт-Петербурге и нескольких крупных городах и сырьевых зонах, но и повсеместно в историческом ядре Российской Федерации. ■

ПЭС 11174/14.11.2011

Примечания

1. Международная организация комиссий по ценным бумагам (IOSCO).

Литература

1. Цели и принципы регулирования в области ценных бумаг (Objectives and Principles of Securities Regulation). Изд. 2002 г. (февраль). Р. 14–16.3, 14–16.8, 14–16.9, 14–16.10.