

Луценко Сергей Иванович —
ведущий эксперт Контрольного управления
Президента РФ.

Sergey I. Lutsenko — Control Directorate
of the President of the Russian Federation.



Контурь Концепции развития финансового кластера Российской Федерации на долгосрочную перспективу



Концепция была положительно оценена и одобрена к публикации руководством департамента Контрольного управления Президента РФ 30.05.2016. Публикуется с сокращениями.

УДК 336.02

Наличие сильного финансового кластера является одним из ключевых условий дальнейшего экономического роста Российской Федерации. Цель его создания — формирование условий для защиты инвесторов и обеспечения эффективности, транспарентности и развития национального фондового рынка и повышения его международной привлекательности. В приведенной статье автор, проанализировав мировой опыт в вопросах, касающихся создания финансового центра и разработки его концепции развития, рекомендует создать Агентство по регулированию деятельности финансового кластера (центра) или Инвестиционного агентства. В свою очередь при агентстве рекомендуется создать международный совет как консультативно-совещательный орган. В такой ситуации приоритетом государственной политики должно стать совершенствование системообразующих факторов, оказывающих долгосрочное влияние на формирование практики деятельности финансовых институтов: качество государственного регулирования; качество корпоративного законодательства; наличие достоверной и качественной информации, а также свободный доступ к ней; уровень развития инфраструктуры финансового сектора, степень доверия и осведомленности населения об услугах финансового сектора (реализация финансовой грамотности); подготовка профессиональных кадров для финансового рынка; совершенствование бухгалтерского учета и налогообложения участников финансового рынка и финансовых инструментов.

Ключевые слова

Финансовый кластер, командное производство, рыночная экономика, финансовая политика, Центробанк.

Наличие сильного финансового кластера (далее — ФК) является одним из ключевых условий дальнейшего экономического роста Российской Федерации. Цель его создания — формирование условий для защиты инвесторов и обеспечения эффективности, прозрачности и развития национального фондового рынка и повышения его международной привлекательности.

Государство в лице федерального законодателя обязано создать предпосылки появления организованного рынка для обращения на нем определенных финансовых инструментов (в том числе производных ценных бумаг — деривативов), формы и методы контроля за ними, систему гарантий и страховых механизмов. Иначе говоря, государство должно создать прозрачные и стабильные правила реализации экономической деятельности, стимулирующие предпринимательскую инициативу в России,

и способствовать цивилизованному развитию фондового рынка и инвестиционных институтов, что позволит сформировать условия для привлечения иностранных инвестиций и снизить риски инвесторов¹.

Тем самым государство формирует конструкцию командного производства, где участники ФК (инвесторы, банковские учреждения, фонды, публичные компании) приносят различный вклад с учетом обязательной особенности — взаимного мотивированного сотрудничества.

Государство как бы вовлекает организацию в модель «командного производства», когда компания не только извлекает прибыль от реализации инвестиционного проекта, но и выполняет социальную функцию: создает рабочие места, платит налоги и социальные взносы и т.д.

Contours of the Concept of Developing Financial Cluster of the Russian Federation in the Long-Term Period

Availability of a strong financial cluster is one of the key conditions for further economic growth of the Russian Federation. The purpose of its creation is to form conditions for protecting investors and providing efficiency, transparency and development of the national stock market and enhancing its international attractiveness. In this article, the author, having analyzed the world experience in establishing a financial center and working out its development concept, recommends to create an Agency for Financial Cluster (Center) Regulation or an Investment Agency. In turn, it is recommended for the agency to establish an international council as a consultative and advisory body. In such a situation, priority of the state policy should become the improvement of system-forming factors that have a long-term impact on forming the practice of financial institutions activity: the quality of state regulation; the quality of corporate legislation; availability of reliable and high-quality information, as well as free access to it; the level of development of the financial sector infrastructure, the level of trust and awareness of the public about financial sector services (financial literacy realization); training of professional personnel for financial market; improvement of accounting and taxation of financial market participants and financial instruments.

Keywords

Financial cluster, team production, market economy, financial policy, the Central Bank.

В России сложилась модель рыночной экономики со структурой собственности, в которой доминирует один акционер или группа из нескольких мажоритарных акционеров. Зачастую собственники или другие лица, участвующие в исполнительных органах акционерного общества, не заинтересованы в повышении рыночной стоимости предприятия, в получении доходов через дивиденды и на основе роста биржевых котировок.

Основной целью формирования национального финансового центра является создание условий для предотвращения вывода денежных потоков из РФ. Эти средства должны направляться в реальный сектор для поддержания экономического роста, работать на благо экономики страны².

При построении ФК необходимо пересматривать экономическую политику Правительства РФ и Банка России.

Финансовая политика в России становится все менее понятной не только экспертному сообществу, но и потенциальным инвесторам. Она вызывает все большее недоумение и все больше опасений. Минфин России на протяжении последних лет умудряется наращивать внутренний и внешний государственный долг в ситуации изъятия нефтегазовых доходов и стерилизации избыточной, с точки зрения Минфина, денежной массы.

В рамках проводимой финансовой политики и реализации «бюджетного правила» в условиях искусственно созданного Минфином России бюджетного дефицита при его фактическом профиците Россия вынуждена наращивать как внутренние, так и внешние займы. Более того, Россия вынуждена занимать за рубежом в иностранной валюте под сравнительно высокий процент свои же собственные финансовые ресурсы, предварительно изъятые Минфином из экономики фискальным методом через механизм внебюджетных фондов для пресловутого «поддержания макроэкономической стабильности».

В свою очередь Центральный банк России, обладая особым конституционно-правовым статусом³, отказался от вмешательства в процесс

формирования курса рубля. Иначе говоря, мегарегулятор отказался от своей функции — государственного регулирования.

В последние годы политика Банка России (финансового мегарегулятора) основана исключительно на правилах установления целевого значения инфляции — инфляционного таргетирования. Данный процесс уменьшает влияние человеческого фактора. Такая позиция предполагает, что рынки сами смогут позаботиться о себе и поэтому государство (правительство) не должно вмешиваться в деятельность рынков. Более того, государство должно сосредоточить внимание исключительно на защите мелких инвесторов, при этом участнику (инвестору) рынка необходимо придерживаться принципа *caveat emptor* (самостоятельно проявлять бдительность). Отсюда возникают различные негативные тенденции.

➤ В России сложилась модель рыночной экономики со структурой собственности, в которой доминирует один акционер или группа из нескольких мажоритарных акционеров.

Учитывая мировой опыт в вопросах, касающихся создания ФК (центра) и разработки концепции его развития, рекомендуется создать Агентство по регулированию деятельности ФК (центра) или Инвестиционного агентства. В свою очередь при агентстве рекомендуется создать международный совет как консультативно-совещательный орган.

В такой ситуации приоритетом государственной политики должно стать совершенствование системообразующих факторов, оказывающих долгосрочное влияние на формирование практики деятельности финансовых институтов: качество государственного регулирования; качество корпоративного законодательства; наличие достоверной и качественной информации, а также свободный доступ к ней; уровень развития инфраструктуры финансового сектора, степень доверия и осведомленности населения об услугах фи-

нансового сектора (реализация финансовой грамотности); подготовка профессиональных кадров для финансового рынка; совершенствование бухгалтерского учета и налогообложения участников финансового рынка и финансовых инструментов.

Осуществление государственных регулирующих и надзорных функций за ФК должно быть закреплено следующими государственными органами: Правительством РФ, Банком России, Агентством по регулированию деятельности ФК в рамках законодательно закрепленных за ними функций и полномочий. Отдельно для управления и контроля при реализации ФК создается Офис управления проектом (*Project Management Office, ОУП*).

В компетенцию данных органов должны входить следующие обязанности:

- институциональное укрепление агентства, направленное на повышение профессионализма сотрудников и создание возможностей для повышения качества мониторинга институтов финансового сектора;
- дальнейшее внедрение современных систем управления рисками финансовых организаций;
- совершенствование системы пруденциального регулирования финансовых организаций и надзора путем внедрения методов надзора на основе оценки рисков (*risk based supervision*);
- анализ возможных регулятивных рисков и снижение их влияния на финансовую систему;
- совершенствование консолидированного надзора;

- формирование условий для проведения финансовыми организациями самостоятельной и независимой внешней оценки внутренних систем управления рисками;
- обеспечение защиты прав акционеров и инвесторов;
- дальнейшее совершенствование системы ведения бухгалтерского учета и составления финансовой отчетности согласно Международным стандартам финансовой отчетности (МСФО) в финансовых организациях и внедрение МСФО в организациях реального сектора;
- взаимодействие с международными организациями и уполномоченными органами других государств.

Офис управления проектом осуществляет операционную деятельность в рамках исполнительного органа развития ФК (Агентство по регулированию деятельности ФК), находясь в прямом подчинении у главы исполнительного органа.

Основными задачами ОУП в процессе реализации Плана действий по развитию МФЦА являются:

- проведение мониторинга процесса реализации ФК;
- обеспечение эффективного взаимодействия между вовлеченными сторонами;
- оказание содействия в разрешении проблем и выявлении рисков;
- своевременное внесение изменений в план действий;
- осуществление стратегических коммуникаций с внешними и внутренними акционерами по вопросу развития ФК (совместно со структурным подразделением исполнительного органа по развитию ФК, отвечающим за маркетинговое сопровождение и развитие бизнеса).

ОУП ФК является одновременно частью исполнительного органа по его развитию и рабочей группы при Национальном совете по развитию ФК, в состав которой входят лица, ответственные за развитие направлений, в том числе заместители руководителей заинтересованных органов государственной власти. С одной стороны, это повышает статус ОУП и способствует эффективному взаимодействию с государственными структурами, с другой — позволяет ускорить решение про-



блем за счет прямого доступа к Национальному совету по развитию ФК.

Развитие ФК способствует содействию роста кредитной и страховой активности, привлечению новых кредитных учреждений и созданию институциональных гарантий финансово-кредитной деятельности.

Проблемы при развитии ФК

Далее необходимо перечислить основные проблемы, возникающие в процессе реализации ФК на территории РФ.

Финансовая система является одним из ключевых институтов развития. Для сбалансированного социально-экономического развития РФ определяющее значение имеют структурные реформы в банковском секторе, осуществляемые федеральным правительством и касающиеся существенного повышения емкости финансовых рынков, формирования их единой регулятивной среды и повышения финансовой грамотности.

В целом финансовые ресурсы, системы всех институтов развития используются по таким проектным направлениям, как модернизация производства, формирование экономической, деловой, инженерной, институциональной и социальной инфраструктуры. Эти направления являются зонами потенциального

участия отечественных и зарубежных инвесторов, в том числе и банков.

Сегодня в стране отсутствует выработанная стратегия финансовой политики, ориентированная на модернизацию и дивер-

сификацию экономики, формирование инновационной экономики, модернизацию систем здравоохранения, образования и т.п.

На данном этапе участие государства в экономике страны, включая государственную долю в акционерных капиталах, составляет порядка 50%. Причем государство не только напрямую участвует в экономике через государственные учреждения и государственные унитарные предприятия, но и контролирует бизнес посредством вхождения в крупные компании. Как показывает мировая практика, если государство одновременно является регулятором и участником рынка, оно не обеспечивает его эффективного функционирования.

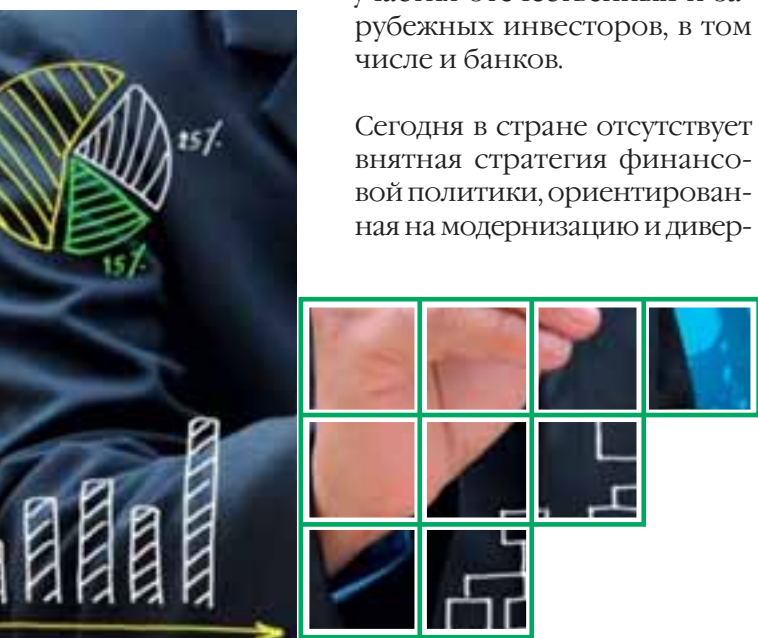
Особую озабоченность вызывает также невысокая компетентность отдельных представителей государства в органах управления хозяйственных товариществ и обществ.

Сегодня невостребованным остается институт независимых директоров. Хотя именно в процессе деятельности независимого директората происходит передача импульса — стратегии рыночной капитализации компании — посредством справедливой оценки курса акций с учетом индикаторов фондового рынка.

Государство, исходя из его функций, всегда выступает регулятором на рынке, если рыночные отношения нарушают конкурентную среду. Надо признать, что сегодня отсутствует система мониторинга конкурентных рынков в целом по стране.

До настоящего времени не сформирована единая культура перехода к современным системам внутрикорпоративного управления.

Некоторые не подготовленные для выполнения этой задачи государственные служащие представляют интересы государства на нескольких предприятиях, что еще более дискредитирует их как представителей государства. Практически никто из них не проходит предварительную подготовку, не оценивается их способность достойно представлять интересы государства.



Создание мощного финансового центра является одним из ключевых условий обеспечения дальнейшего роста экономики РФ и наращивания ее экономического и политического присутствия не только в Европе, но и в Евразийском экономическом союзе.

Формирование такого ФК представляется возможным по мере решения текущих задач, направленных на создание в первую очередь сильного финансового сектора и рынков капитала, соответствующих масштабу национальной экономики РФ.

Основной вектор формирования ФК — международный фокус (примеры — Сингапур, Гонконг). Целевая аудитория для функционирования и развития ФК — страны Европы, Азии, республики Закавказья, ЕАЭС.

План действий по развитию ФК должен быть реализован в следующих стратегических направлениях.

1. *Рынки капитала.* Формирование ликвидного национального рынка капитала привлечет дополнительные иностранные инвестиции и ускорит рост национальной экономики. Развитие рынка капитала создаст значимую альтернативу банковской системе и позволит мобилизовать свободные денежные ресурсы страны в интересах акторов рынка и с учетом потребностей национальной экономики.

2. *Управление активами.* Развитие механизма экспертизы в области управления активами способно заложить фундамент для полноценного развития рынка капитала за счет возможного использования средств национальных фондов (Резервного фонда и Фонда национального благосостояния) для локализации ведущих международных управляющих компаний на территории ФК.

Кроме того, для создания ФК на территории РФ необходимо реализовать дополнительные стратегические направления:

3. *Управление благосостоянием состоятельных частных лиц (private banking)* развивается совместно со стратегическим направле-

➤ Финансовая политика в России вызывает все большее недоумение и все больше опасений.

нием «управление активами» как в части обслуживания обеспеченных физических лиц (*affluent segment*), так и в области управления репатрированными средствами и привлеченными средствами состоятельных граждан сопредельных государств.

4. *Создание благоприятной деловой (институциональной) среды.* Создание качественной и предсказуемой практики правоприменения.

5. *Создание механизма управления национальным долгом.* Данный механизм реализуется через принятие концепции управления государственным долгом (она обязательна и для российских регионов на уровне целевых программ). Поскольку политика заимствования государством фокусируется на развитии внутреннего фондового рынка, все усилия государства должны быть направлены на поддержание долга на безопасном уровне и согласование его с темпами экономического роста. Представленный механизм сопряжен с политикой государства в области финансовой грамотности населения.

Рынок капитала — часть финансового рынка Российской Федерации, на котором происходит перераспределение денежных средств путем покупки и продажи ценных бумаг различных типов (акций, облигаций, производных ценных бумаг и др.). Развитие ликвидного и сбалансированного рынка капитала является одной из приоритетных задач в стратегии развития ФК.

Реализация следующих инициатив в отношении частных и государственных компаний может увеличить спрос на капитал:

- перенаправить спрос на капитал со стороны крупного российского бизнеса с внешних фондовых площадок на национальный рынок капитала;
- разместить акции ряда компаний квазигосударственного сектора на бирже;

- стимулировать отечественные частные компании размещать капитал на Российской фондовой бирже;
- проводить IPO с учетом возможного минимального необходимого размещения капитала — не менее чем 25% к размещенным акциям.

Широко используемый на западных площадках финансовый инструмент под названием «биржевые инвестиционные фонды» (*Exchange Traded Fund, ETF*) достаточно понятен и прозрачен для потенциальных ин-

вляется введение федеральным законодателем ограничений на вложения.

Риск сделок с высокорисковыми ценными бумагами (производными финансовыми инструментами) не должен превышать нетто-стоимости активов кредитного учреждения. Общий риск должен исчисляться банком по меньшей мере один раз в день. Размер рискованных сделок с производными финансовыми инструментами не должен превышать 10% от активов банка.

➤ Система, построенная на основе прецедентного английского права, является самой прозрачной для большинства игроков финансового рынка и существенно снижает барьеры для входа на рынок.

весторов. Внедрить этот (в первую очередь) и другие инструменты, привязанные к высоколиквидным активам на российском рынке капитала, достаточно просто. Широкое использование на российском рынке ETF как дополнительного инструмента повышения ликвидности будет способствовать улучшению финансовой грамотности населения, а также может положительно повлиять на объемы торгов и ликвидность.

В особенности хотелось бы обратить внимание на сделки с производными финансовыми инструментами, которые, на первый взгляд, являются привлекательными для инвесторов. На самом деле кредитные учреждения злоупотребляют своими правами.

Причиной разного рода ухищрений со стороны банков является либеральная политика финансового мегарегулятора в отношении ликвидности — достаточности капитала. Поэтому необходимо внедрить в кредитных учреждениях бухгалтерский учет и провести переоценку активов в соответствии с текущими рыночными ценами. В соответствии с данной системой банки должны ежедневно показывать стоимость таких своих активов, как ценные бумаги. Это позволит сделать их балансы прозрачными.

Еще одним средством нивелирования финансовых аппетитов кредитных учреждений яв-

Ограничение в отношении совершения банками сделок с деривативами можно закрепить на законодательном уровне.

Следует разделить банки на две категории. Коммерческие банки, которые принимают депозиты и выдают ссуды организациям и гражданам, составляют одну категорию. Инвестиционные банки (брокеры-дилеры) относятся к другой. Второй категории банков должно быть запрещено брать краткосрочные («overnight») ссуды у входящих в систему страхования коммерческих банков. Иначе говоря, надо отменить систему «РЕПО-финансирования» и сделать банки менее зависимыми друг от друга.

Запретить банкам, в том числе инвестиционным, заниматься любыми торговыми операциями за собственный счет. Им нельзя разрешать действовать как хеджевые фонды и фонды прямых инвестиций. Они должны ограничиться выполнением своей исторической миссии: привлечением капитала и андеррайтингом ценных бумаг.

Отдельную категорию должны составлять страховые компании. Им также не следует разрешать расширять набор финансовых услуг за пределы, установленные для данной категории. Страховые компании не могут проводить собственные торговые операции, а коммерческий, инвестиционный банк или хед-

жевый фонд не может заниматься страхованием. Это позволило бы устранить опасные партнерские связи между банковскими холдингами, а также избежать конфликтов интересов, возникающих в тех случаях, когда различные подразделения одной компании преследуют противоположные цели.

Наконец, иметь доступ к страхованию депозитов и воспользоваться правительственной помощью могут только коммерческие банки. Банкам всех остальных категорий следует надеяться только на собственные силы.

Банкам второй категории необходимо запретить вкладывать «короткие» деньги в долгосрочные инвестиции.

Данная финансовая система представляется четко разделенной. Это усиленная версия закона Гласса — Стиголла — Banking Act of 1933 (закон, который в свое время, в 1933 г., привел к разделению банков на коммерческие и инвестиционные).

Следующим этапом формирования ФК является создание механизма экспертизы в области управления активами.

На этом этапе необходимо предусмотреть выпуск и размещение государственных индексированных облигаций (в течение года), что позволит сформировать реально действующую безрисковую кривую доходности.

Выпуск государственных облигаций позволит эффективно управлять рисками, связанными с циклами деловой активности и колебаниями цен на сырье. Речь идет о государственных облигациях, связанных с ВВП и сырьевыми товарами, и о финансовых гарантиях антициклической направленности.

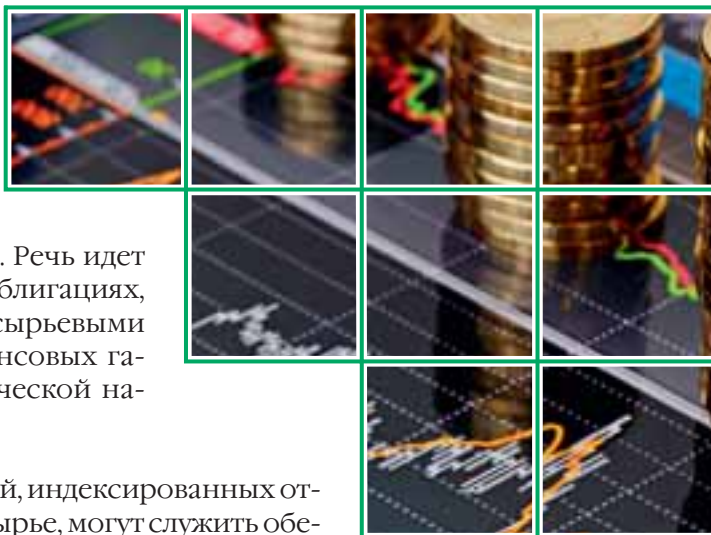
Примером облигаций, индексированных относительно цен на сырье, могут служить обе-

спеченные облигации класса Брэйди, первый выпуск которых был гарантирован правительством Мексики. В таких облигациях купон и основные платежи привязаны к цене соответствующего сырьевого товара.

Другим примером могут служить индексированные купонные облигации Республики Беларусь, номинальная стоимость которых может изменяться на величину относительного показателя (индекса), устанавливаемого Национальным банком. Индексация номинальной стоимости индексированных облигаций производится за счет расходов Национального банка.

При осуществлении крупных инвестиционных проектов в сфере транспорта и коммуникаций может быть предложен выпуск инфраструктурных облигаций национальными компаниями напрямую или при реализации проектов государственно-частного партнерства (далее — ГЧП).

Инфраструктурная облигация — облигация, по которой исполнение обязательств эмитента обеспечено поручительством государства в рамках ГЧП по реализации инфраструктурного проекта, осуществляемого государством и эмитентом, в сумме, соответствующей стоимости передаваемого государству объекта.



Реализация такой формы ГЧП, как выпуск инфраструктурных облигаций, будет способствовать привлечению сбережений населения (средств накопительных пенсионных фондов, банковского сектора, паевых инвестиционных фондов, других участников фондового рынка, в том числе иностранных) в развитие инфраструктуры.

Небольшое отступление.

Хотелось бы отметить, что положительный эффект (в том числе привлекательность для потенциальных инвесторов) публичной компании может достигаться за счет использования двух инструментов (которые может учесть законодатель для возможной имплементации в закон «Об акционерных обществах»).

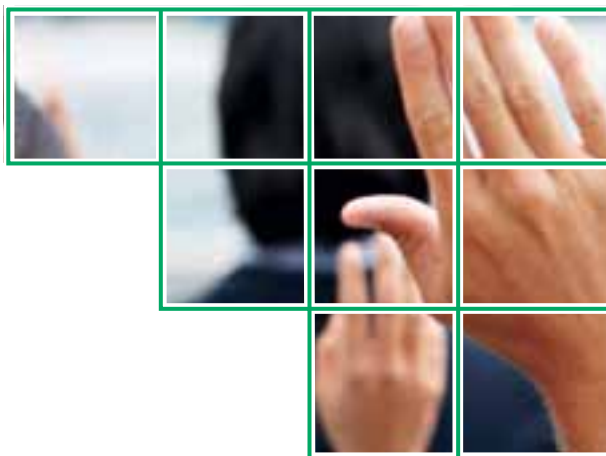
Первый инструмент — акции двойного класса (*dual-class*), которые являются составной частью структуры. Акции делятся на два класса. Первый класс — низкий, владельцы таких акций не обладают правом голоса, а второй класс — высокий, владельцы подобных акций имеют право голосовать. Данный инструмент является аналогом контроля в компании со стороны контролирующего акционера (группы акционеров). Структура капитала двойного класса значительно сужает возможности держателей акций низкого класса влиять на политику компании: избирать директоров или голосовать по существенным вопросам на общих собраниях. Кроме того, акции двойного класса позволяют контролирующему собственнику (небольшой группе собственников) обеспечить мониторинг в компании (сократить агентские затраты). Очевидно, в крупных компаниях структуры двойного класса являются полезным и, возможно, существенным элементом для поддержания контролирующего акционера (группы акционеров-единомышленников).

Другим инструментом выступает механизм поэтапного голосования (*tenured voting*).

Поэтапное голосование является стратегическим приемом, позволяющим предоставить долгосрочным акционерам больше голосов, чем краткосрочным акционерам. Акционеры, которые владеют акциями определенное

время (скажем, не менее четырех лет), имеют определенные привилегии при голосовании. Линия водораздела между краткосрочными и долгосрочными акционерами может быть скорректирована. Долгосрочные акционеры наделяются дополнительными голосами по мере увеличения срока, в течение которого они владеют акциями. Тем самым происходит передача полномочий долгосрочным акционерам, которые также наделяются дополнительными стимулами (гарантиями) при инвестировании в компанию (обладают большими избирательными правами, правами на получение денежных потоков). Данный инструмент позволяет дисциплинировать акционеров (переход полномочий по управлению компанией от недобросовестных акционеров к добросовестным).

Обратимся к международному опыту. Регулятор финансового рынка Сингапура (*Monetary Authority of Singapore, MAS*) целенаправленно фокусировался на развитии локального рынка управления активами как одного из ключевых драйверов роста финансового центра Сингапура. При этом регулятором была поставлена задача позиционирования Сингапура в качестве основного центра по управлению активами, сосредоточенными в Азиатском регионе и принадлежащими как местным, так и иностранными клиентам. Для решения этой задачи MAS разработаны и реализованы инициативы в области налогового и финансового стимулирования, направленные на локализацию зарубежных УК на местном рынке.



➤ Мировой опыт экономических кризисов показывает, что наибольший риск для финансовой устойчивости страны представляют краткосрочные внешние обязательства, особенно банковского сектора.

В результате применения указанных мер (наряду с иными направлениями развития рынка управления активами), по данным MAS, по состоянию на конец 2014 г. на территории финансового центра Сингапура локализовано более 300 международных УК, под управлением которых находится около 1,4 трлн долл.

Далее рассмотрим такое стратегическое направление, как развитие рынка управления благосостоянием частных лиц, — *private banking*.

Private banking — это предоставление состоятельными и богатым клиентам набора финансовых услуг как сберегательного, так и инвестиционного характера. Развитие рынка *private banking* является дополнительным направлением в процессе формирования ФК. Потенциал развития этого направления связан с активацией спроса на услуги *private banking* за счет создания качественного предложения (через локализацию международных игроков, сти-

мулирование партнерств российских финансовых институтов с международными игроками и локальными инвестиционными компаниями, обучение и сертификацию персонала) и обеспечения банковской тайны.

Лучшие практики: кодекс поведения при обслуживании клиентов *private banking*, Сингапур.

Кодекс поведения при обслуживании клиентов *private banking* был разработан группой лидеров рынка *The Private Banking Advisory Group*, основанной в 2010 г., с целью установки профессиональных стандартов, увеличения прозрачности для клиентов и укрепления репутации *private banking* в Сингапуре. Кодекс устанавливает стандарты лучших практик в компетенции и рыночном поведении, ожидаемом от финансовых институтов (включая персонал), осуществляющих деятельность в Сингапуре и предлагающих финансовые сервисы сегменту богатых клиентов.

Создание благоприятной деловой среды, прежде всего — качественное правовое регулирование.

Наличие прозрачной, понятной и достаточно предсказуемой практики правоприменения является краеугольным камнем, на котором строится доверие всех участников рынка к тому или иному финансовому центру.

Международный опыт — система регулирования

В наиболее крупных и успешных финансовых центрах мира, таких как Нью-Йорк, Лондон, Гонконг, Дубай, Сингапур, Торонто, Чикаго и Сидней, система регулирования строится на принципах так называемого английского права. Система, построенная на основе прецедентного английского права, является самой прозрачной для большинства игроков финансового рынка и существенно снижает барьеры для входа на рынок.



Слово «закон» охватывает не только статуты, но и неписаное право, иначе игнорирование прецедентного права подрывало бы корни правовой системы государства, поскольку действенность закона заключается в его истолковании компетентными судебными органами в свете новых практических обстоятельств. Если бы суд не принимал во внимание судебную практику, он подорвал бы правовую систему континентальных государств⁴.

В структуру английского права входит статутное право (общее) и право справедливости (прецедентное право, доктринальные источники: книги, трактаты); его основные черты являются усмотрительными. При этом одним из источников права выступает прецедент — решение суда по конкретному делу, обоснование которого становится обязательным для всех судов той же инстанции или при рассмотрении аналогичных дел. Таким образом, судебная практика является основным источником права и используется при применении как общего права, так и права справедливости^{5,6}.

Полноценное развитие ФК в качестве конкурентоспособного центра с активным привлечением международных инвесторов и компаний невозможно без обеспечения международного стандарта права. Такой стандарт должен обеспечиваться за счет распространения английского прецедентного права на территории ФК, а также его применения при рассмотрении споров между участниками рынка и органами государственной власти Российской Федерации.

Конечной моделью должно стать формирование специальной юрисдикции в рамках Конституции Российской Федерации на территории ФК с собственным коммерческим и гражданским правом, воспроизведенным по образцу английского права на английском языке (во избежание разночтений) и с ссылкой к первоначальному источнику в английском праве в случае неопределенности.

Обязательным элементом защиты прав участников ФК будет создание независимого финансового суда, обеспеченного квалифицированными судьями с опытом практической

➤ Привычка и инерция, а также нехватка самоконтроля — главные препятствия на пути к увеличению сбережений.

деятельности в странах с юрисдикцией английского права (Сингапур, Дубай, Гонконг).

Независимая юрисдикция ФК, основанная на английском праве, должна распространяться на основные направления права, регулирующие деятельность субъектов (участников): гражданское, коммерческое, корпоративное право, регулирование трудовых правоотношений, рынка ценных бумаг, доверительного управления. Переход на новую систему права — процесс, требующий соответствующих усилий и времени. Поэтому необходимо предусмотреть промежуточную модель. Возможно два следующих варианта.

1. «Контрактование» одной из юрисдикций английского права, например разработка типовых договоров.

Хотелось бы отметить, что национальное законодательство допускает применение при спорах на территории РФ норм английского права (п. 2 ст. 1191 Гражданского кодекса РФ). Основным элементом применения норм английского права в договорных отношениях является свобода волеизъявления сторон, правомочия на заключение договора, определенность наиболее существенных условий договора, намерение добиться целей договора и непротиворечие действующим нормам права. Принципы английского договорного права изложены в доктринальной работе Читти «О договорах» 31-е изд. П. 2.001, 3.001^{7,8}.

В целях установления содержания норм иностранного права суд (в нашем случае независимый финансовый суд) может обратиться в установленном порядке за содействием и разъяснением (в нашем случае толкования норм английского права) в Министерство юстиции Российской Федерации и иные компетентные органы или организации в Российской Федерации и за границей либо привлечь экспертов⁹.

2. Распространение норм английского права на участников ФК, юридических лиц, зарегистрированных на данной территории, внесенных в соответствующий реестр исполнительного органа ФК. При этом необходимо отдельно разработать и утвердить критерии определения участников ФК и внесения их в реестр. Споры по операциям, подпадающим под распространение норм ФК в данном контексте, рассматриваются в рамках английского права.

Эффективная, сбалансированная и понятная инфраструктура ФК — один из важнейших факторов успеха.

Развитие человеческого капитала является еще одним ключевым фактором успеха развития ФК, так как обеспечивает высокий уровень финансовых услуг и соответствие международным стандартам. Развитие локального профессионального сообщества выступает как дополнительное преимущество, поскольку, с одной стороны, сокращает издержки поставщиков финансовых услуг, а с другой — позволяет лучше учитывать особенности локального рынка.

Далее необходимо перечислить основные институты, на которых будет базироваться ФК:

- Российская фондовая биржа — единая торговая площадка для всех операций, связанных с рынком капиталов для участников;
- Центральный депозитарий — единый депозитарий по операциям участников на фондовом рынке;

- Финансовый суд ФК — независимый судебный орган, рассматривающий гражданские и коммерческие споры между участниками ФК на базе английского прецедентного права, а также Международный арбитражный центр ФК;

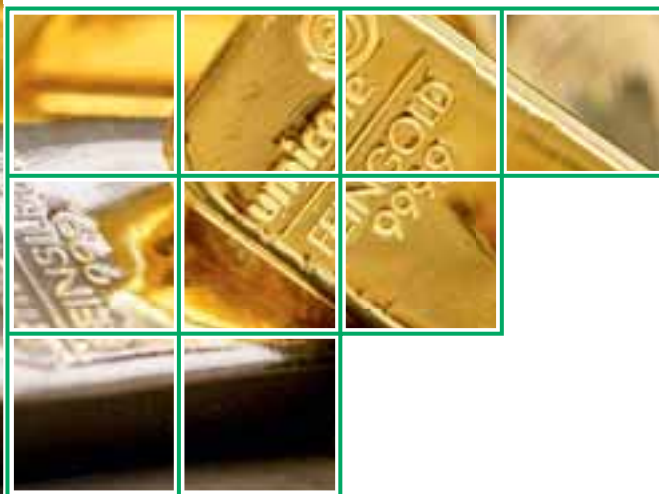
- Академия ФК — локальный институт подготовки и повышения квалификации кадров;

- Рейтинговое агентство — саморегулируемая организация, которая станет основным рейтинговым агентством ФК. Агентство должно быть связано партнерством с одной или несколькими международными рейтинговыми компаниями или большой международной тройкой (*Moody's, S&P, Fitch* и др.) и предоставлять услуги не только участникам ФК, но и субъектам частного предпринимательства.

Партнерство рейтингового агентства ФК с одной из указанных организаций позволит повысить доверие как внешних, так и локальных инвесторов к выдаваемой агентством оценке платежеспособности местных эмитентов и иных юридических лиц.

Банк России создаст условия для принятия данного рейтинга коммерческими банками с целью определения финансового состояния заемщиков. Такие рейтинги позволят малым и средним компаниям получать займы в банках по более низким ставкам и участвовать в государственных закупках без предоставления банковских гарантий;

- Специализированный образовательный фонд Банка России в области поддержки ФК и финансового образования (Фонд на базе Академии ФК) — специальный фонд, создаваемый для повышения уровня квалификации участников, организации тренингов, курсов,



стажировок, подготовки персонала в лучших учебных заведениях региона и мира. Данный образовательный фонд на базе Академии необходимо организовать по примеру действующего Института банковского дела и финансов в Бахрейне (BIBF). BIBF финансируется за счет выделения 1% от суммы ежегодных расходов на образование персонала банков и финансовых организаций, регулируемых Центральным банком Бахрейна (СВВ). В свою очередь участники рынка могут пользоваться услугами образовательного фонда на приемлемых и льготных условиях.

Рассмотрим последнее стратегическое направление в рамках создания ФК на территории РФ — механизм управления национальным долгом.

В соответствии с Указом Президента РФ от 31 декабря 2015 г. № 683 «О Стратегии национальной безопасности Российской Федерации» отмечается, что для решения геополитических задач государству необходимо учитывать в числе прочего суверенную задолженность, которая может послужить причиной повторения масштабных финансово-экономических кризисов. В компетенцию Президента РФ входит формулирование Концепции управления государственным долгом.

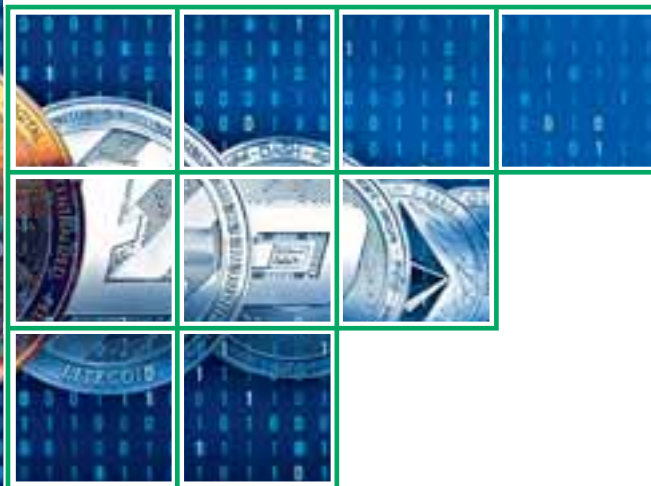
Механизм управления национальным долгом связан с формированием единой эффективно функционирующей системы управления дол-

гом страны, позволяющей снизить существующий уровень государственного долга до уровня 65–70% к ВВП в среднесрочном периоде и удерживать валовой долг на безопасном для страны уровне в долгосрочной перспективе, качественно управлять государственным долгом, долгом организаций с преобладающим участием государства, условными обязательствами государства и способствовать эффективному регулированию заимствований частным сектором на внешних рынках ссудного капитала.

Основными задачами управления национальным долгом являются:

- оптимизация системы управления долгом государственного сектора;
- максимальное приближение состава и структуры представления валового долга к международным методологическим стандартам;
- определение для Российской Федерации относительных показателей государственного долга на среднесрочную перспективу;
- определение механизмов регулирования вопросов заимствования частным сектором на внешних рынках ссудного капитала;
- формирование целевого ориентира для российских регионов (обязательное принятие регионами программ эффективного управления государственным долгом);
- создание предпосылок для развития внутреннего рынка долговых инструментов.

Анализ мирового опыта показывает, что не существует каких-либо установленных конкретных стратегий и систем управления долгом. Многие страны формируют собственные си-



➤ Анонимность платежей обусловила активное использование криптовалют в торговле наркотиками, оружием, поддельными документами и в иной преступной деятельности.

стемы управления долгом с учетом своих национальных экономических особенностей. К примеру, в большинстве стран функции по управлению долгом рассредоточены по ряду учреждений, тем не менее в некоторых экономически развитых странах (Ирландии, Новой Зеландии, Швеции, Великобритании и т.д.) существуют специальные независимые службы по управлению государственным долгом. Во многих странах политика государственного (правительственного) заимствования, кроме финансирования дефицита государственного бюджета, также фокусируется на развитии внутреннего фондового рынка, однако существуют другие страны (Бразилия), где в большей степени правительственные заимствования осуществляются на внешних рынках капитала для того, чтобы не создавать конкуренцию для финансовых институтов страны.

Мировой опыт экономических кризисов показывает, что наибольший риск для финансовой устойчивости страны представляют краткосрочные внешние обязательства, особенно банковского сектора. В связи с этим в контексте регулирования внешнего долга особое значение имеет установление пороговых значений (лимитов) краткосрочной валютной ликвидности для банков. В настоящее время лимит краткосрочной валютной ликвидности установлен на уровне 0,8.

В целях регулирования внешних обязательств банков будут систематически пересматриваться вышеуказанный лимит краткосрочной валютной ликвидности и максимальный лимит краткосрочных обязательств перед нерезидентами, а также приниматься иные необходимые меры.

Следует изучить возможность и целесообразность установления пороговых значений от-

ношения внешнего долга к ВВП по отдельным направлениям (секторам) с учетом уже принятых мер, способствующих ограничению внешних заимствований резидентами Российской Федерации.

Мониторинг и оценка состояния государственного долга, которые будут проводиться заинтересованными государственными органами (в частности, Банком России), должны включать детальный анализ состояния долга, в том числе возможные угрозы и наступление кризисных ситуаций, готовность резидентов-заемщиков преодолеть кризисные ситуации в случае их возникновения и т.д.

Особое внимание при построении ФК необходимо уделить финансовой грамотности населения.

Развитие финансовой инфраструктуры и расширение спектра финансовых услуг с учетом потребностей населения невозможны без повышения финансовой грамотности.

Финансовая грамотность — это знания и навыки управления финансовыми инструментами, способность принимать обоснованные решения по использованию финансовых средств для обеспечения личного благосостояния и финансовой безопасности.

Проблема недостаточной финансовой грамотности населения в последние годы стала актуальной не только в России, но и в целом ряде развитых и развивающихся стран. Особенной остроты она достигла в условиях глобального финансового кризиса, когда повысилась долговая нагрузка домохозяйств, проявилась недостаточность сбережений и стало очевидным неумение населения предпринять рациональные шаги для защиты своих сбережений и улучшения финансового положения.

Важной предпосылкой для развития культуры сбережения является рост доходов населения, позволяющий направлять личные средства не только на текущее потребление, но и на сбережение. В целом по Российской Федерации в течение уже более десяти лет наблюдается превышение совокупных дохо-

дов населения над его текущими расходами, при этом процент превышения колеблется от 25 до 30%.

В международной практике финансовая грамотность определяется как способность физических лиц понимать финансовые риски и принимать эффективные решения с целью улучшить собственное финансовое благосостояние и обеспечить защиту своих интересов. Финансовая грамотность тесно связана с уровнем финансового образования.

В 2014 г. ОЭСР выпустила доклад, посвященный финансовому образованию молодежи [1], где обосновала необходимость преподавания основ финансового просвещения школьникам. В докладе раскрываются общие аспекты функционирования курса финансовой грамотности в школьных программах разных стран и содержатся практические рекомендации по их внедрению.

Интересным представляется опыт стран ближнего зарубежья.

В Республике Армения Центральный банк реализует целый ряд мероприятий по защите прав потребителей и повышению уровня финансовой грамотности, которые имеют целью, с одной стороны, информирование общественности и расширение возможностей управления персональными финансами, а с другой — контроль деятельности организаций, предоставляющих финансовые услуги, и усиление надзора за финансовыми операциями в целях обеспечения прозрачности и создания рынка, действующего в соответствии с нормами деловой этики.

Разрабатывается курс финансовой грамотности, который должен быть внедрен в школьную программу посредством интеграции в разные предметы.

Ежегодно проводится «Месяц моих финансов». В это время организуются различные мероприятия, например автобусная экскурсия по финансовым учреждениям, массовые акции, привлекающие внимание к финансовым вопросам, стена финансовых пожеланий, ряд конкурсов на финансовые темы, семина-

ры в университетах, празднование всемирного дня сбережений и т.д.

Центральный банк совместно с Армянской ассоциацией знатоков организовал межвузовский чемпионат «Что? Где? Когда?» (участвовали команды из 11 университетов). Целью чемпионата являлось вовлечение студентов различных специализаций в процесс финансового обучения.

В Республике Казахстан в рамках информационно-разъяснительной кампании по вопросам участия населения в программе «Народное IPO» был проведен ряд мероприятий, в том числе встречи с активами регионов, семинары для населения и пресс-конференции для журналистов. Данные мероприятия охватили 60 городов и населенных пунктов страны.

В Республике Беларусь специалисты Национального банка регулярно дают интервью на актуальные финансовые темы журналистам информационных программ. Реализуется ряд совместных проектов Национального банка и печатных средств массовой информации.

В рамках работы по повышению финансовой грамотности дошкольников и детей младшего школьного возраста заключен лицензионный договор о получении Национальным банком права на публичный показ мультфильма «„Азбука денег“, или Как помочь ребенку вырасти богатым», в котором в простой и доступной форме повествуется о деньгах, безличных расчетах, основах экономики, способах сбережения.

На повышение финансовой грамотности нацелен план, предложенный экономистами Шломо Бенарци и Ричардом Талером. В частности, они разработали модель увеличения нормы сбережений, в центре которой некоторые человеческие недостатки, часто не позволяющие откладывать денежные средства на завтрашний день. Привычка и инерция, а также нехватка самоконтроля — главные препятствия на пути к увеличению сбережений. Однако можно убедить компании провести эксперимент и запустить для своих сотрудников план «Отложи завтра еще больше» (*Save More Tomorrow*, SMT). Это будет выглядеть так. Со-

трудники, которые участвуют в эксперименте, соглашаются, чтобы компания перечисляла часть их будущей стимулирующей выплаты к заработной плате на сберегательный (депозитный) счет. Идея состоит в том, что участие в эксперименте не означает изменения привычки в расходовании средств сегодня, а просто замедляет темпы роста расходов. Экономисты обнаружили, что у тех, кто участвовал в нем несколько лет, норма сбережений значительно увеличивается. Работникам не обязательно ждать, пока их работодатель запустит у себя план SMT. У всех должна быть возможность откладывать часть своей надбавки к заработной плате в течение определенного времени. Поступив на счет, эти деньги становятся неприкосновенным запасом. Кроме того, в период больших трат необходимо рассмотреть возможность снижения финансовых appetites, чтобы не попасть в ситуацию, когда значительная часть заработной платы автоматически уходит на потребительские расходы [2, 3].

Отдельно хотелось бы обратить внимание на следующее обстоятельство. В условиях зарождающейся цифровой экономики на первый план выходит технология «блокчейн» (*blockchain*), которая лежит в основе так называемых умных контрактов и служит технологической базой криптовалют и соответствующих денежных расчетов.

Большинство операций с криптовалютами совершается вне правового регулирования как Российской Федерации, так и большинства других государств. Криптовалюты не гарантируются и не обеспечиваются Банком России.

Анонимность платежей обусловила активное использование криптовалют в торговле наркотиками, оружием, поддельными документами и в иной преступной деятельности. Данные факты, а также возможность бесконтрольного трансграничного перевода денежных средств и их последующего обналичивания служат предпосылками высокого риска потенциального вовлечения криптовалют в схемы, направленные на легализацию (отмывание) доходов, полученных преступным путем, и финансирование терроризма^{10, 11}.

В настоящее время отсутствуют правовые основания использования в качестве средства платежа электронной валюты (в том числе такой, как биткоин), поскольку законом запрещается введение на территории Российской Федерации других денежных единиц и выпуск денежных суррогатов¹².

В рекомендациях, подготовленных по итогам экстренной встречи министров юстиции стран ЕС (Брюссель, 20 ноября 2015 г.), отмечается, что при финансировании экстремистской организации ИГИЛ активно использовались виртуальные криптовалюты, в связи с чем Еврокомиссии рекомендовано усилить контроль за такими платежами и рассмотреть вопрос о введении запрета на оборот анонимных расчетных средств.

В результате конкурентного вытеснения законных валют денежных суррогатами государство утратит суверенное право (монополию) на денежную эмиссию и лишится сеньоража (дохода от этой деятельности).

Наличие на валютном рынке необеспеченной денежной массы, подверженной высокой волатильности, может пошатнуть стабильность российского финансового рынка в целом, оказать негативное влияние на макроэкономическую ситуацию в стране в текущий период времени.

Криптовалюты представляют собой децентрализованную систему, предполагающую асимметричное шифрование и применение различных методов криптографической защиты. Основанные на пиринговой архитектуре, криптовалюты образуют сеть связанных работающих



клиентских программ. Каждый обладатель программы принимает участие в поддержке сети, предоставляя мощности своего компьютера для обработки блоков информации. Процесс обработки информации получил название майнинг (от англ. *mining* — добыча полезных ископаемых). Пиринговая архитектура системы напрямую зависит от наличия участников обработки данных. Если пользователи сети остановят работу, криптовалюта перестанет существовать. В процессе обработки информации пользователи (майнеры) получают вознаграждение в криптовалюте.

В США внимание государственных органов криптовалюта привлекла уже в 2013 г. Счетная палата США опубликовала исследование, в котором определила природу различных видов криптовалют. Она указала перспективы их использования в гражданском обороте, а также отметила целесообразность разъяснения вопросов налогообложения.

В начале 2014 г. Налоговая служба США выпустила сборник ответов на часто задаваемые вопросы, связанные с налогообложением и бухгалтерским учетом криптовалют. Позиция налоговых органов США заключалась в приравнивании криптовалют к обычным валютам для целей налогообложения. В одном из ответов допускалась возможность выплаты заработной платы в криптовалюте.

Регуляторы стран Европейского союза до настоящего момента не предпринимали каких-либо активных действий в отношении криптовалют. Польша, Швеция, Франция приравнивали биткоин к имуществу. Германия в лице Федерального управления финансового надзора разработала рекомендации, согласно которым криптовалюты объявляются денежным средством, но не могут приравниваться к законным средствам платежа. Аналогичной позиции придерживается и Великобритания.

Европейский суд справедливости 22 октября 2015 г. вынес решение по иску гражданина Швеции, владеющего интернет-биржей,

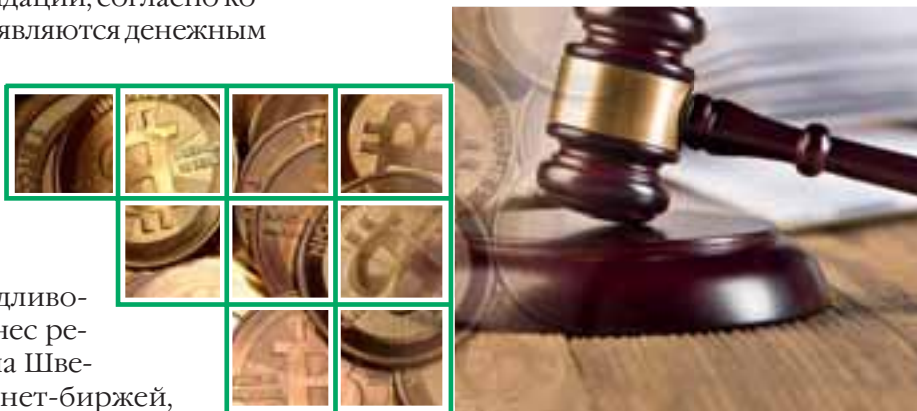
который оспаривал законность взимания НДС со сделок по обмену биткоина на шведские кроны и евро. Суд признал биткоины денежными средствами для целей налогообложения.

В соответствии с Законом Республики Беларусь от 22 июля 2003 г. № 226-З «О валютном регулировании и валютном контроле» криптовалюты можно признать иностранной валютой.

Другими словами, криптовалюты не являются объектом гражданских прав. Доходы в криптовалюте не представляют собой объекта налогообложения.

В целях устранения возможных противоречий и пробелов в законодательстве Республики Беларусь (равно как и в российском законодательстве) государственным органам необходимо осуществить поэтапное регулирование оборота криптовалют посредством издания актов фискальных и монетарных органов, осуществить полноценное регулирование оборота криптовалют на уровне законодательного акта, ввести новый объект гражданского права, приравненный к иностранной валюте, и признать таким объектом любые криптовалюты без эмитента. Данная мера видится оправданной, поскольку криптовалюты не относятся ни к законным средствам платежа, ни к иностранной валюте; следует создать отдельный режим криптовалют, аналогичный режиму иностранных валют и учитывающий все технические особенности данной новации.

Рассмотрим особенности привлечения инвестиций через механизм первичного предложения монет (ICO). Аббревиатура ICO рас-



➤ Благоприятная правовая среда для развития цифровых технологий и бизнеса в области информационных технологий — одно из условий привлечения инвестиций.

шифровывается как *initial coin offering* (первичное предложение монет). Существуют также термины ИТО (*initial token offering*), IPOCO (*initial public coin offering*) или просто *token sales*. По сути, все они означают одно и то же, но в русскоязычном пространстве прижился термин ICO.

При ICO происходит первая продажа виртуальных монет (токенов), которые любой желающий может приобрести за криптовалюту. Такие криптовалютные средства и токены обращаются в рамках системы, построенной на технологии блокчейн.

Компания может присваивать эмитируемым токенам любую функцию. Самые распространенные из них — токены пользователей (*user tokens*) — внутренняя валюта проекта, за нее можно приобрести услугу или товар, которые производятся проектом, токены капитала (*equity tokens*) — аналог акций, они закрепляют за держателем токена возможность участия в распределении прибыли компании, долговые токены (*debt tokens*) — краткосрочный кредит в пользу авторов проекта.

Отличительной особенностью ICO как способа наращивания инвестиций является привлечение криптовалюты (частных денег). Механизмы исполнения обязательств между инвесторами и авторами проекта строятся на технологии блокчейн и, как правило, являются децентрализованными и самоисполнимыми (как частный случай могут использоваться смарт-контракты).

В качестве инвесторов выступает широкий круг лиц.

Реальность компании и деятельности: проект может находиться на стадии идеи, может не быть юридического лица.

Процедура и сроки ICO: техническая подготовка к эмиссии и сама эмиссия может занять

от одного до трех месяцев. С учетом маркетинговой компании в среднем продолжительность от шести месяцев.

Правовое регулирование процедуры

Самостоятельно ICO не регулируется. Большое значение имеет статус криптовалюты в конкретной юрисдикции. Механизм ICO может быть использован на основе законодательства об обращении ценных бумаг (США, Сингапур).

Администрирование процесса: зачастую отсутствует администратор, многие процессы автоматизируются за счет технологии блокчейн.

Возможности привлечения денежных средств: отсутствуют ограничения (самые большие суммы составляли 150–200 млн долл.).

Обратимся к терминам ICO «криптовалюта» и «блокчейн», которые неразрывно связаны. Их связь можно описать следующим образом: блокчейн («цепочка блоков») — технология, которая представляет собой способ хранения данных в децентрализованных системах с использованием шифрования. Данные записываются в непрерывные цепочки блоков, и информация хорошо защищена.

Эта технология хранения данных может использоваться, например, для хранения записей о банковских гарантиях (опыт Национального банка Республики Беларусь), данных о транзакциях и суммах криптовалютных средств в кошельках. На технологии блокчейн может быть построен любой реестр — от реестра недвижимости и ее собственников до аналогов Инстаграмма.

С одной стороны, эмиссия токенов не вызывает правовых последствий с точки зрения действующего законодательства, в том числе законодательства РФ. Такая деятельность

представляет собой техническое создание собственных виртуальных монет с использованием технологии блокчейн. С другой стороны, эмиссия токенов может нарушать монополию государства на эмиссию денежных средств. Поскольку Банку России принадлежит исключительное право эмиссии денег, выпуск в обращение других денежных единиц на территории Российской Федерации запрещен.

В любом случае для обращения криптовалюты необходимо устранить пробелы и противоречия в действующем законодательстве Российской Федерации. Именно благоприятная правовая среда для развития цифровых технологий и бизнеса в области информационных технологий — одно из условий привлечения инвестиций. ■

ПЭС 16141 / 21.09.2016

Примечания

1. Определение Конституционного суда РФ от 16 декабря 2002 г. № 282-О.
2. Постановление ЕСПЧ от 16 июля 2014 г. по делу «Алишич и другие против Боснии и Герцеговины, Хорватии, Сербии, Словении и Македонии».
3. Решение Верховного суда РФ от 29 октября 2002 г. № ГКПИ02-860.
4. Постановления ЕСПЧ от 25 ноября 1996 г. по делу «Уингроу против Соединенного Королевства», от 24 апреля 1990 г.

по делу «Крюслен против Франции», от 26 апреля 1979 г. по делу «Санди Таймс против Соединенного Королевства».

5. Постановление Арбитражного суда Северо-Западного округа от 20 ноября 2014 г. по делу № А56-8626/2012.

6. Постановление Девятого арбитражного апелляционного суда от 4 февраля 2011 г. № 09АП-34007/2010 по делу № А40-137209/09-29-980.

7. Постановление ФАС Московского округа от 10 ноября 2010 г. № КГ-А40/13062-10 по делу № А40-164273/09-8-1145.

8. Постановление Одиннадцатого арбитражного апелляционного суда от 10 марта 2015 г. № 11АП-18941/2014 по делу № А65-7508/2014.

9. Постановление Тринадцатого арбитражного апелляционного суда от 20 октября 2014 г. по делу № А56-8626/2012/3.22.

10. Информация Банка России от 4 сентября 2017 г. «Об использовании частных „виртуальных валют“ (криптовалют)».

11. Информация Банка России от 27 января 2014 г. «Об использовании при совершении сделок „виртуальных валют“, в частности биткойн».

12. Апелляционное определение Санкт-Петербургского городского суда от 13 февраля 2017 г. по делу № 2-10119/2016.

Использованные источники

1. Воробей А.В. Криптовалюты в зарубежном праве и законодательстве Республики Беларусь // Промышленно-торговое право. 2016. № 9.
2. Доклад Стиглица о реформе международной валютно-финансовой системы: Уроки глобального кризиса: Доклад Комиссии финансовых экспертов ООН. М.: Международные отношения, 2010.

References

1. Vorobey A.V. Kriptovalyuty v zarubezhnom prave i zakonodatel'stve Respubliki Belarus' [Crypto Currency in Foreign Law and Legislation of the Republic of Belarus]. *Promyshlennno-torgovoe pravo*, 2016, no. 9.
2. *Doklad Stiglitsa o reforme mezhdunarodnoy valyutno-finansovoy sistemy: uroki global'nogo krizisa: Doklad Komissii finansovykh ekspertov OON* [Stiglitz Report on the Reform of the International Monetary and Financial System: Lessons from the Global Crisis: Report of the UN Financial Experts Commission]. Moscow, Mezhdunarodnye otnosheniya, 2010.
3. Lutsenko S.I. Ustoychivyy rost i investitsionnoe povedenie [Sustainable Growth and Investment Behavior]. *Obshchestvo i ekonomika*, 2015, no. 11–12.
4. Lutsenko S.I. Otsenka i otbor dobrosovestnykh aktsionerov kompanii [Evaluation and Selection of Bona Fide Shareholders of the Company]. *Ekonomicheskaya nauka sovremennoy Rossii*, 2015, no. 2.
5. Lutsenko S.I. Teoriya komandnogo proizvodstva v korporativnom upravlenii: pravo na zhizn' [The Theory of the Team Production in Corporate Governance: the Right to Life]. *Ekonomicheskie strategii*, 2015, no. 1.
6. Lutsenko S.I. Dilemma vybora modeli upravleniya kompaniy [Dilemma of Choosing a Company Management Model]. *Pravo. Zhurnal Vysshey shkoly ekonomiki*, 2014, no. 2.
7. Shiller R. *Irratsional'nyy optimizm: Kak bezrassudnoe povedenie upravlyaet rynkami* [Irrational Optimism: How Reckless Behavior Drives Markets]. Moscow, Al'pina Pablisner, 2013.
8. Yarosh A.S. *Privlechenie investitsiy cherez ICO* [Attracting Investments Through ICO]. SPS Konsul'tantPlyus.
9. Federal'nyy zakon ot 10 iyulya 2002 g. № 86-FZ "O Tsentral'nom banke Rossiyskoy Federatsii (Banke Rossii)" [Federal Law No. 86-FZ of 10 July 2002 "On the Central Bank of the Russian Federation (Bank of Russia)"]. Konsul'tantPlyus, available at: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_37570/
10. *Ukaz Prezidenta RF ot 31 dekabrya 2015 g. N 683 "O Strategii natsional'noy bezopasnosti Rossiyskoy Federatsii"* [Decree of the President of the Russian Federation of December 31, 2015 No 683 "On the National Security Strategy of the Russian Federation"]. Konsul'tantPlyus, available at: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_191669/

3. Луценко С.И. Устойчивый рост и инвестиционное поведение // Общество и экономика. 2015. № 11–12.
4. Луценко С.И. Оценка и отбор добросовестных акционеров компании // Экономическая наука современной России. 2015. № 2.
5. Луценко С.И. Теория командного производства в корпоративном управлении: право на жизнь // Экономические стратегии. 2015. № 1.
6. Луценко С.И. Дилемма выбора модели управления компанией // Право. Журнал Высшей школы экономики. 2014. № 2.
7. Шиллер Р. Иррациональный оптимизм: Как безрассудное поведение управляет рынками. М.: Альпина Паблшер, 2013.
8. Ярош А.С. Привлечение инвестиций через ICO // СПС КонсультантПлюс.
9. Федеральный закон от 10 июля 2002 г. № 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» [Электронный ресурс] // КонсультантПлюс. URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_37570/
10. Указ Президента РФ от 31 декабря 2015 г. № 683 «О Стратегии национальной безопасности Российской Федерации» [Электронный ресурс] // КонсультантПлюс. URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_191669/
11. Закон Республики Беларусь от 22 июля 2003 г. № 226-З «О валютном регулировании и валютном контроле» [Электронный ресурс] // Законодательство Республики Беларусь. URL: <http://pravo.newsby.org/belarus/zakon1/z084.htm>.
12. Постановление Правительства Республики Казахстан от 30 мая 2015 г. № 393 «Об утверждении Плана совместных действий Правительства Республики Казахстан и Национального банка Республики Казахстан по созданию и развитию Международного финансового центра „Астана“ на долгосрочную перспективу» [Электронный ресурс] // Параграф. URL: http://online.zakon.kz/Document/?doc_id=34016681.
13. Постановление Совета министров Республики Беларусь, Национального банка Республики Беларусь от 17 января 2013 г. № 31/1 «О плане совместных действий государственных органов и участников финансового рынка по повышению финансовой грамотности населения Республики Беларусь на 2013–2018 годы» [Электронный ресурс] // Право. URL: <http://www.levonevski.net/pravo/norm2013/num01/d01996.html>.
14. Указ Президента Республики Казахстан от 29 декабря 2006 г. № 234 «О Концепции по управлению государственным и валовым внешним долгом» [Электронный ресурс] // Параграф. URL: http://online.zakon.kz/Document/?doc_id=30084651.
15. Benartzi S., Thaler R. Save More Tomorrow: Using Behavioral Economics to Increase Employee Saving // *Journal of Political Economy*. 2004. Vol. 112.
16. Gilson R., Gordon J. Controlling Controlling Shareholders // *University of Pennsylvania Law Review*. 2003.
17. Gordon J. The Rise of Independent Directors in the United States, 1950–2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices // *Stanford Law Review*. 2007. Vol. 59.
18. IRS Virtual Currency Guidance: Virtual Currency Is Treated as Property for U.S. Federal Tax Purposes; General Rules for Property Transactions Apply / The Internal Revenue Service.
19. Rock E. Shareholder Eugenics in the Public Corporation // *Cornell Law Review*. 2012.
20. Virtual Economies and Currencies: Additional IRS Guidance Could Reduce Tax Compliance Risks / U. S. Government Accountability Office.
11. *Zakon Respubliki Belarus' ot 22 iyulya 2003 g. N 226-Z "O valyutnom regulirovani i valyutnom kontrole"* [Law of the Republic of Belarus of 22 July 2003 No 226-Z "On Currency Regulation and Currency Control"]. *Zakonodatel'stvo Respubliki Belarus'*, available at: <http://pravo.newsby.org/belarus/zakon1/z084.htm>.
12. *Postanovlenie Pravitel'stva Respubliki Kazakhstan ot 30 maya 2015 g. N 393 "Ob utverzhenii Plana sovmeystnykh deystviy Pravitel'stva Respubliki Kazakhstan i Natsional'nogo banka Respubliki Kazakhstan po sozdaniyu i razvitiyu Mezhdunarodnogo finansovogo tsentra „Astana“ na dolgosrochnuyu perspektivu"* [Resolution of the Government of the Republic of Kazakhstan dated May 30, 2015 No 393 "On Approval of the Plan of Joint Actions of the Government of Republic of Kazakhstan and the National Bank of Republic of Kazakhstan on Establishment and Development of the Astana International Financial Center for the Long-Term Period"]. Paragraf, available at: http://online.zakon.kz/Document/?doc_id=34016681.
13. *Postanovlenie Soveta ministrov Respubliki Belarus', Natsional'nogo banka Respubliki Belarus' ot 17 yanvarya 2013 g. N 31/1 "O plane sovmeystnykh deystviy gosudarstvennykh organov i uchastnikov finansovogo rynka po povysheniyu finansovoy gramotnosti naseleniya Respubliki Belarus' na 2013–2018 gody"* [Resolution of the Council of Ministers of Republic of Belarus and the National Bank of Republic of Belarus Dated January 17, 2013 No 31/1 "On the Plan of Joint Actions of State Bodies and the Financial Market Participants to Increase Financial Literacy of the Population of Republic of Belarus for 2013–2018"]. Pravo, available at: <http://www.levonevski.net/pravo/norm2013/num01/d01996.html>.
14. *Ukaz Prezidenta Respubliki Kazakhstan ot 29 dekabrya 2006 g. N 234 "O Kontseptsii po upravleniyu gosudarstvennym i valovym vneshnim dolgom"* [Decree of the President of Republic of Kazakhstan Dated December 29, 2006 No 234 "On the Concept of Managing State and Gross External Debt"]. Paragraf, available at: http://online.zakon.kz/Document/?doc_id=30084651.
15. Benartzi S., Thaler R. Save More Tomorrow: Using Behavioral Economics to Increase Employee Saving. *Journal of Political Economy*, 2004, vol. 112.
16. Gilson R., Gordon J. Controlling Controlling Shareholders. *University of Pennsylvania Law Review*, 2003.
17. Gordon J. The Rise of Independent Directors in the United States, 1950–2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices. *Stanford Law Review*, 2007, vol. 59.
18. IRS Virtual Currency Guidance: Virtual Currency Is Treated as Property for U.S. Federal Tax Purposes; General Rules for Property Transactions Apply. *The Internal Revenue Service*.
19. Rock E. Shareholder Eugenics in the Public Corporation. *Cornell Law Review*, 2012.
20. *Virtual Economies and Currencies: Additional IRS Guidance Could Reduce Tax Compliance Risks*. U. S. Government Accountability Office.