

Т. Ф. Мухаметшин

**СОВРЕМЕННАЯ  
ИНФРАСТРУКТУРА  
РОССИЙСКОГО РЫНКА  
ЦЕННЫХ БУМАГ:  
НАУЧНО-ПРАКТИЧЕСКИЙ  
КОММЕНТАРИЙ  
ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВА**

**ЮСТИЦ**  **ИНФОРМ**

Тимур Мухаметшин

**Современная инфраструктура  
российского рынка ценных  
бумаг: научно-практический  
комментарий законодательства**

«Юстицинформ»

2014

**Мухаметшин Т. Ф.**

Современная инфраструктура российского рынка ценных бумаг: научно-практический комментарий законодательства / Т. Ф. Мухаметшин — «Юстицинформ», 2014

ISBN 978-5-7205-1246-0

<p id="\_\_GoBack">В книге рассматриваются правовые основы реформируемой сегодня инфраструктуры российского рынка ценных бумаг. Работа представляет собой научно-практический комментарий к действующему законодательству о клиринге и клиринговой деятельности, об организованных торгах, о центральном депозитарии. Автором рассматриваются произошедшие законодательные изменения, их практическое применение, выявляются связанные с этим актуальные проблемы и тенденции. Для специалистов рынка ценных бумаг, студентов, аспирантов и преподавателей вузов.

ISBN 978-5-7205-1246-0

© Мухаметшин Т. Ф., 2014  
© Юстицинформ, 2014

## Содержание

Введение	6
Глава 1. Современный российский рынок ценных бумаг	10
1.1. История становления и этапы развития законодательства	10
1.2. Текущая характеристика рынка ценных бумаг	18
Глава 2. Правовые основы клиринговой деятельности	23
2.1. Понятие клиринга и клиринговой деятельности	23
Конец ознакомительного фрагмента.	25

**Тимур Мухаметшин**  
**Современная инфраструктура российского**  
**рынка ценных бумаг: научно-практический**  
**комментарий законодательства**

© ЗАО «Юстицинформ», 2014

## Введение

Темп развития глобального финансового рынка и оказываемое им влияние на современное общество можно сравнить с информационными технологиями. И то и другое качественно изменилось за последние 25 лет. И то и другое существует преимущественно в нематериальной форме, но всегда имеет денежную оценку. И то и другое оказывает на нас как непосредственное, так и косвенное влияние, независимо от нашего желания. И то и другое практически беспрепятственно пересекает границы и континенты. Наконец, и то и другое прекрасно поддерживает и развивает друг друга. Если финансовый рынок может служить для информационных технологий источником капиталов и инвестиций, то информационные технологии обеспечивают современную инфраструктуру рынка в виде каналов связи, баз данных, вычислительных центров, содействуют реализации популярных сегодня роботизированных методов торговли и т. д.

Все это в полной мере распространяется и на современный российский рынок ценных бумаг, где все элементы инфраструктуры осуществляют свою деятельность в электронном виде, что делает ее полностью компьютеризированной и цифровой.

Термин «инфраструктура» во многом является условным. Какого-либо официально закрепленного определения в контексте рассматриваемой тематики он не имеет. При этом в юридической и экономической литературе, в официальных документах органов власти можно встретить в целом схожие его значения и словосочетания.

Так, по мнению Сергеева В. В., инфраструктура рынка ценных бумаг представлена торговыми системами и расчетно-клиринговыми и депозитарными институтами<sup>1</sup>. Как указывают Хабриева Т. Я. и Доронина Н. Г., к субъектам, составляющим инфраструктуру финансового рынка, относятся биржи, реестродержатели, депозитарии, расчетные палаты, клиринговые организации<sup>2</sup>.

В среде экономистов термин «инфраструктура» связывается главным образом с торгово-расчетными институтами, которые представлены биржами и иными организаторами торговли, институтами, обеспечивающими учет прав на ценные бумаги и иные финансовые инструменты и расчеты по сделкам с ними<sup>3</sup>. В то же время можно встретить и расширенное толкование «инфраструктуры рынка ценных бумаг», включающее полный перечень профессиональных участников рынка ценных бумаг<sup>4</sup>.

В документах федеральных органов исполнительной власти термин «инфраструктура» используется в сочетании со словами «рыночная» и «финансовая» и везде подразумевает ее организованный (биржевой) характер<sup>5</sup>. Например, как указывается в одной из одобренных Правительством РФ концепций, «центральным звеном пространства международного финан-

---

<sup>1</sup> Сергеев В. В. Законодательное обеспечение рынка ценных бумаг в условиях модернизации рыночной экономики (с заседания Комиссии по законодательству в сфере деятельности кредитных организаций и финансовых рынков Ассоциации юристов России) // Банковское право. 2011. № 4. С. 2—18.

<sup>2</sup> Хабриева Т. Я., Доронина Н. Г. Создание международного финансового центра: системный подход к решению правовых проблем // Журнал российского права. 2010. № 11. С. 5—17.

<sup>3</sup> См.: Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра. Идеальная модель фондового рынка России на долгосрочную перспективу (до 2020 года). М.: НАУФОР, 2008. С. 28, 197; Эффективный рынок капитала: Экономический либерализм и государственное регулирование/Под общ. ред. И. В. Костикова. В 2 т. Т. 1. М.: Наука, 2004. С. 477—522.

<sup>4</sup> Финансово-кредитный энциклопедический словарь / Колл. авторов. Под. общ. ред. А. Г. Грязновой. М.: Финансы и статистика, 2002. С. 375.

<sup>5</sup> См.: Распоряжение Правительства РФ от 29.12.2008 г. № 2043-р «Об утверждении Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года» // Собрание законодательства Российской Федерации (далее – СЗ РФ). 2009. № 3. Ст. 423.

сового центра (МФЦ) является рыночная инфраструктура – интегрированные между собой биржи, депозитарии и клиринговые палаты»<sup>6</sup>.

В нашем случае «инфраструктура рынка ценных бумаг» обозначает те виды деятельности и те виды организаций, которые обеспечивают работоспособность российского организованного рынка ценных бумаг и формируют его современный облик. В этой связи в первую очередь речь идет о клиринговой деятельности и клиринговых организациях, о деятельности по проведению организованных торгов и организаторах торговли, о депозитарной деятельности и центральном депозитарии. По мнению автора, именно данные элементы – каждый в отдельности и при взаимодействии друг с другом – создают сегодня необходимые условия для работы на российском рынке ценных бумаг. Иные виды деятельности и участники рынка предметом исследования не выступают.

За последние несколько лет в отношении указанных инфраструктурных единиц был совершен законодательный прорыв. А именно, были последовательно приняты:

1. Федеральный закон от 07 февраля 2011 г. № 7-ФЗ «О клиринге и клиринговой деятельности»<sup>7</sup>;

2. Федеральный закон от 21 ноября 2011 г. № 325-ФЗ «Об организованных торгах»<sup>8</sup>;

3. Федеральный закон от 07 декабря 2011 г. № 414-ФЗ «О центральном депозитарии»<sup>9</sup>.

В развитие данных законов в каждом случае были приняты «законы-спутники», нормы которых внесли существенные изменения в уже действующее законодательство в целях приведения его в соответствие и внедрения нововведений.

Надо сказать, что подобная череда принятия федеральных законов неслучайна.

Во-первых, 19 декабря 2011 г. завершилось объединение двух российских организаторов торговли – ММВБ и РТС. В результате был образован крупнейший в России и Восточной Европе биржевой холдинг – «Московская Биржа», ставший ведущей инфраструктурной организацией российского финансового рынка, местом реформирования и консолидации технологий.

Помимо чисто финансовых последствий (устранение биржевой конкуренции с одновременным повышением ликвидности и объема торгов, расширением инструментария, устранением дублирующих функций), появление такого «национального чемпиона» содействовало и ускорило реформу законодательной и деловой среды, а именно построение централизованной расчетно-депозитарной и клиринговой инфраструктуры. Предполагается, что «Московская Биржа» в дальнейшем станет центром саморегулирования и соучастия в развитии финансового рынка в целом.

Во-вторых, это продекларированная российскими властями нацеленность на обеспечение ускоренного экономического развития страны посредством качественного повышения конкурентоспособности российского финансового рынка и формирования на его основе самостоятельного финансового центра, что прямо предусмотрено «Стратегией развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года»<sup>10</sup>. Для достижения намеченного Правительством РФ 11 июля 2009 г. был утвержден «План мероприятий по созданию международного финансового центра в Российской Федерации»<sup>11</sup>. Именно в рамках указанного плана были приняты вышеуказанные законодательные акты и проведен комплекс меропри-

---

<sup>6</sup> Концепция создания международного финансового центра в Российской Федерации, одобренная Правительством Российской Федерации 5 февраля 2009 г. [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – [М., 2009]. – Режим доступа: <http://www.economy.gov.ru/>

<sup>7</sup> СЗ РФ. 2011. № 7. Ст. 904.

<sup>8</sup> СЗ РФ. 2011. № 48. Ст. 6726.

<sup>9</sup> СЗ РФ. 2011. № 50. Ст. 7356.

<sup>10</sup> СЗ РФ. 2009. № 3. Ст. 423.

<sup>11</sup> СЗ РФ. 2009. № 29. Ст. 3700. Утратил силу.

ятий, направленных на развитие и повышение эффективности инфраструктуры национального финансового рынка. Завершив работу по их реализации, Правительством РФ 19 июня 2013 г. был утвержден новый «План мероприятий («дорожная карта»). Создание международного финансового центра и улучшение инвестиционного климата в Российской Федерации»<sup>12</sup>, который содержит уже иные приоритетные направления и показатели.

В-третьих, существовавшая до 2012 г. инфраструктура рынка ценных бумаг объективно устарела и перестала отвечать требованиям времени. Причем как с точки зрения правового обеспечения, так и с точки зрения существовавших практик и процедур. Требования национальных профессиональных участников рынка, а также иностранных инвесторов уже значительно опережали имевшиеся возможности. В этой связи указанная стратегическая направленность российских властей на построение финансового центра в совокупности с процессом объединения крупнейших российских бирж придали мощный импульс давно назревшим изменениям.

В результате национальное законодательство серьезно обновилось и одновременно усложнилось, что стало следствием развития отношений, складывающихся на российском рынке ценных бумаг.

Практическое внедрение нововведений происходило поэтапно. Нормы вышеуказанных законов в полном объеме вступили в силу лишь с 01 января 2014 г. В связи с чем все участники рынка в настоящее время пребывают в ситуации освоения новых правил и вынуждены привыкать к связанным с ними изменениям. На деле речь идет в первую очередь о:

- внедрении в организованную торговлю ценными бумагами института «центрального контрагента»;
- введении «Московской Биржей» отложенных расчетов Т+ с частичным предварительным депонированием активов;
- модернизации процедур листинга ценных бумаг;
- создании и внедрении центрального депозитария;
- прямом допуске к расчетам на организованных торгах международных расчетных организаций.

Очевидно, что с учетом складывающихся на глобальном финансовом рынке условий и проявляющихся тенденций происходящие с российским рынком ценных бумаг внутренние процессы могут встречать различные оценки. Для одних это демонстрация проделанной работы по созданию международного финансового центра. Для вторых – это, образно выражаясь, «потемкинская деревня», куда не стремятся те, для кого ее строили, а именно, инвесторы (причем как внешние, так и внутренние), где «испорчен климат» и высоки риски деятельности. Для третьих же – это современный и качественно усовершенствованный механизм работы организованного рынка ценных бумаг, позволяющий осуществлять профессиональную и инвестиционную деятельность по стандартам и правилам, максимально приближенным к ведущим мировым образцам.

Может также показаться, что изменения напрямую касаются только клиринговых организаций, организаторов торговли и центрального депозитария. Действительно, основная работа по приведению своей деятельности в соответствие с действующим законодательством, а также по внедрению новых практик и процедур лежит на инфраструктурных организациях (центральный депозитарий вообще создается заново, хотя и на базе уже существующей организации).

В то же время у других участников рынка, главным образом, у дилеров, доверительных управляющих, брокеров и их клиентов, работы тоже прибавилось. Во многом именно они являются теми лицами, для которых создается новая инфраструктура рынка ценных бумаг.

---

<sup>12</sup> СЗ РФ. 2013. № 26. Ст. 3371.

Именно они являются ее пользователями и получателями соответствующих услуг. В этой связи данным «услугополучателям» также требуется перенастройка внутренних бизнес-процессов: систем учета и обработки данных, торговых платформ (т. н. систем интернет-трейдинга), уточнение политики управления рисками. В силу изменившегося порядка взаимодействия с инфраструктурными организациями потребовалось внесение изменений во внутриорганизационные регламенты и договорную базу с клиентами и т. д.

Все вместе позволяет говорить о полномасштабной реформе, которая происходит в настоящее время, и свидетелями которой мы являемся. Безусловно, она требует отдельного понимания и анализа.

Учитывая дефицит полноценных работ по проблемам правового регулирования рынка ценных бумаг, обозначенная тематика в ее текущем виде представляется вообще малоисследованной. Во многом это связано с быстротой развития отношений на финансовом рынке и отставанием от них законодательства, которое постоянно находится в положении «догоняющего».

В этом смысле данный материал является попыткой автора восполнить имеющийся пробел и раскрыть с точки зрения правовых основ то положение дел, которое складывается сегодня на российском рынке ценных бумаг в результате реформирования его инфраструктуры.

Работа представляет собой научно-практический комментарий к действующему законодательству о клиринге и клиринговой деятельности, об организованных торгах, о центральном депозитарии. При ее написании автором были поставлены задачи разобраться в произошедших законодательных изменениях, определить их практическое применение, выявить связанные с этим актуальные проблемы и тенденции. Вместе с тем, очевидно, что полноценную и всестороннюю оценку этим явлениям в силу их новизны и некоторой неопределенности юридическая наука и практика только еще должны дать.

Структура работы представлена четырьмя главами. Первая глава раскрывает общую предысторию вопроса и предоставляет читателю обзорную информацию о текущем состоянии российского рынка ценных бумаг, помогая сформировать представление о том, кто и насколько активно выступает сегодня пользователем складывающейся рыночной инфраструктуры. Во второй, третьей и четвертой главах последовательно рассматриваются правовые основы тех видов деятельности, которые заявлены автором в качестве предмета исследования и которые непосредственно формируют современную инфраструктуру рынка ценных бумаг Российской Федерации.

В тексте использованы нормативные правовые акты, действующие по состоянию на 01 января 2014 г.

# Глава 1. Современный российский рынок ценных бумаг

## 1.1. История становления и этапы развития законодательства

Современный российский рынок ценных бумаг за двадцатилетнюю историю своего существования серьезно эволюционировал, пройдя в своем развитии сквозь богатый событийный ряд. Зарождаясь в условиях плановой централизованной системы хозяйствования и отсутствия нормативной базы, его дальнейшее продвижение сопровождалось трансформацией экономических отношений и кризисными явлениями. Сегодня наличие в России рынка ценных бумаг воспринимается уже вполне естественным образом, он являет собой составную часть финансовой системы страны.

Становление российского рынка ценных бумаг происходило в несколько этапов, границы которых достаточно условны. Основанием для периодизации могут служить как даты принятия соответствующих «знаковых» нормативных правовых актов, так и те события, с которыми связывается создание и развитие рынка – приватизация, запуск биржевых торгов, кризис 1998 г. и т. п. В предложенной ниже периодизации будет использоваться смешанный подход, основанный одновременно на датах принятия соответствующих актов и знаковых событиях.

*Первый этап* развития современного законодательства о рынке ценных бумаг можно определить в рамках 1988–1995 гг. Его начало связано с принятием постановления Совета Министров СССР от 15 октября 1988 г. № 1195 «О выпуске предприятиями и организациями ценных бумаг»<sup>13</sup>, которое предоставило возможность вести деятельность на основе негосударственной формы собственности, в том числе путем использования метода «хозрасчета». Отношения, закрепленные данным постановлением, акционерными в полном смысле слова еще не являлись. Существование акций в качестве объекта прав было статичным и лишено возможности использования в гражданском обороте в силу отсутствия юридически закрепленного порядка их обращения.

Принятие закона СССР от 6 марта 1990 г. № 1305-1 «О собственности в СССР»<sup>14</sup>, а затем и закона РСФСР от 24 декабря 1990 г. № 443-1 «О собственности в РСФСР»<sup>15</sup> расширило круг объектов прав собственности, в который попали «акции, облигации и другие ценные бумаги».

Свой вклад в формирование законодательства о рынке ценных бумаг внесли: постановление Совмина РСФСР от 25 декабря 1990 г. № 601 «Об утверждении Положения об акционерных обществах»<sup>16</sup>, постановление Совета Министров СССР от 19 июня 1990 г. № 590 «Об утверждении Положения об акционерных обществах и обществах с ограниченной ответственностью и Положения о ценных бумагах»<sup>17</sup>, закон РСФСР от 25 декабря 1990 г. № 445-1 «О предприятиях и предпринимательской деятельности»<sup>18</sup>.

Дальнейшее развитие правового регулирования отношений в сфере рынка ценных бумаг получило в связи с принятием 31 мая 1991 года «Основ гражданского законодательства Союза ССР и республик»<sup>19</sup>. В отличие от Гражданского кодекса РСФСР 1964 г., лишь фрагмен-

---

<sup>13</sup> СП СССР. 1988. № 35. Ст. 100.

<sup>14</sup> Ведомости СНД СССР и ВС СССР. 1990. № 11. Ст. 164.

<sup>15</sup> Ведомости СНД РСФСР и ВС РСФСР. 1990. № 30. Ст. 416.

<sup>16</sup> СП РСФСР. 1991. № 6. Ст. 92.

<sup>17</sup> СП СССР. 1990. № 15. Ст. 82.

<sup>18</sup> Ведомости СНД и ВС РСФСР. 1990. № 30. Ст. 418.

<sup>19</sup> Постановление ВС СССР от 31 мая 1991 г. № 2212-1 «О введении в действие Основ гражданского законодательства

тарно упоминавшего ценные бумаги в числе предметов некоторых гражданско-правовых сделок, Основы гражданского законодательства содержали комплекс однородных норм, пусть и состоящих из нескольких статей, но объединенных под одной главой 4 «Ценные бумаги».

Согласно положениям Основ ценные бумаги относились к разряду имущества (ст. 4), являлись документом и были связаны только с одним типом прав – имущественными (ст. 31). Право, удостоверенное ценной бумагой, могло быть переуступлено другому лицу лишь путем передачи ценной бумаги. Форма перехода прав связывалась исключительно с порядком передачи самой ценной бумаги в зависимости от ее вида: 1) предъявительская – путем вручения; 2) ордерная – путем совершения передаточной надписи; 3) именная – путем уступки требования.

На этот счет в литературе справедливо указывается, что «имело место явное смешение понятия передачи ценной бумаги (каковым может быть только физическое действие) и понятия перехода прав, удостоверенных ценной бумагой. Эта неточность была исправлена в Гражданском кодексе РФ 1994 г., однако понимание ценной бумаги исключительно как документа – носителя прав, а также конструирование перехода прав по ценной бумаге в исключительной связи с одним из трех классических типов бумаг прочно укрепились в современном гражданском законодательстве»<sup>20</sup>.

Наконец, Основы гражданского законодательства в ст. 31 содержали перечень из шести ценных бумаг (облигация, чек, вексель, акция, коносамент, сберегательный сертификат) и одновременно предполагали возможность существования «других документов, выпускаемых в соответствии с законодательством в качестве ценных бумаг».

Важной вехой в становлении современного законодательства о рынке ценных бумаг стало постановление Правительства РСФСР от 28 декабря 1991 г. № 78 «Об утверждении Положения о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР»<sup>21</sup> (далее – Положение).

Положение было призвано регулировать порядок выпуска и обращения ценных бумаг, регламентировать деятельность участников рынка ценных бумаг в целях защиты интересов инвесторов и содействия эффективному развитию российской экономики.

В Положении кратко, но прямо закреплялись основные нормы о выпуске (эмиссии) и обращении ценных бумаг (в том числе об их проспекте, государственной регистрации, способах размещения), о государственном контроле приобретения крупных пакетов акций, о деятельности участников рынка (в том числе о лицензировании и аттестации специалистов), о фондовой бирже и другие.

Согласно п. 1 Положения ценная бумага была определена как денежный документ, удостоверяющий имущественное право или отношение займа владельца документа по отношению к лицу, выпустившему такой документ. Несмотря на «документарный» характер определения, Положение допускало существование ценных бумаг в форме записей на счетах, т. е. закладывало правовые основы для бездокументарных ценных бумаг. Как известно, возможность существования ценных бумаг как в документарной (в виде «обособленных» документов), так и в бездокументарной (записи на счетах) форме была позднее воспроизведена в Гражданском кодексе РФ 1994 г.

Действие Положения распространялось на ограниченный перечень ценных бумаг: акции, облигации, государственные долговые обязательства и производные ценные бумаги. Однако допускалось расширение видового состава ценных бумаг по решению Министерства экономики и финансов РСФСР.

Союза ССР и республик» // Ведомости СНД СССР и ВС СССР. 1991. № 26. Ст. 734.

<sup>20</sup> Чикулаев Р. В. Становление правового регулирования рынка ценных бумаг в России в дореволюционный и советский периоды // Российский юридический журнал. 2011. № 6. С. 212.

<sup>21</sup> СП РФ. 1992. № 5. Ст. 26.

Положение не касалось акций предприятий и трудовых коллективов, выпущенных в соответствии с Постановлением Совета Министров СССР от 15 октября 1988 г. № 1195 «О выпуске предприятиями и организациями ценных бумаг», а также депозитных и сберегательных сертификатов банков, векселей и других платежных документов, выпуск и обращение которых регулировались законодательством РСФСР.

В целом, несмотря на отсутствие в тот период четкой правовой связи между актами различного уровня, Положение для своего времени носило прогрессивный характер. В нем были закреплены ставшие базовыми понятия в сфере рынка ценных бумаг и заложен юридический прообраз современного законодательства о рынке ценных бумаг. В дальнейшем нормы Положения получили развитие в специальных нормативных актах об акционерных обществах, о рынке ценных бумаг, об инвестиционных фондах, о защите прав инвесторов и других.

В рамках первого этапа становления законодательства о рынке ценных бумаг отдельного упоминания заслуживают некоторые знаковые события того времени.

Во-первых, начало использования в хозяйственном обороте векселей. Последовавшее развитие вексельного обращения потребовало принятия соответствующих нормативных актов, к основным из которых можно отнести постановление Президиума Верховного Совета РСФСР от 24 июня 1991 г. № 1451-1 «О применении векселя в хозяйственном обороте РСФСР»<sup>22</sup>, указы Президента РФ от 19 октября 1993 г. № 1662 «Об улучшении расчетов в хозяйстве и повышении ответственности за их своевременное проведение»<sup>23</sup> и от 23 мая 1994 г. № 1005 «О дополнительных мерах по нормализации расчетов и укреплению платежной дисциплины в народном хозяйстве»<sup>24</sup>.

Во-вторых, начало кампании по приватизации государственных предприятий и учреждений, повлекшей за собой создание многочисленных акционерных обществ. Именно с приватизации началось осязаемое развитие гражданско-правовых отношений по поводу ценных бумаг – акций приватизированных предприятий. Правовой основой для данных процессов послужил закон РСФСР от 3 июля 1991 г. № 1531-1 «О приватизации государственных и муниципальных предприятий в РСФСР»<sup>25</sup>. В целях его исполнения и восполнения законодательных пробелов были приняты указы Президента РФ: «Об ускорении приватизации государственных и муниципальных предприятий» (от 29 декабря 1991 г. № 341 и от 29 января 1992 г. № 66 соответственно)<sup>26</sup>, «Об организационных мерах по преобразованию государственных предприятий, добровольных объединений государственных предприятий в акционерные общества» (от 1 июля 1992 г. № 721)<sup>27</sup>, «О введении в действие системы приватизационных чеков в Российской Федерации» (от 14 августа 1992 г. № 914)<sup>28</sup>, «О мерах по организации рынка ценных бумаг в процессе приватизации государственных и муниципальных предприятий» (от 7 октября 1992 г. № 1186)<sup>29</sup>, «О Государственной программе приватизации государственных и муниципальных предприятий в Российской Федерации» (от 24 декабря 1993 г. № 2284)<sup>30</sup>.

В-третьих, начало формирования современного рынка государственных ценных бумаг – государственного долга в форме облигаций. Нормативной базой для его создания послужили Закон РФ от 13 ноября 1992 г. № 3877-1 «О государственном внутреннем долге Российской

---

<sup>22</sup> Ведомости СНД и ВС РСФСР. 1991. № 31. Ст. 1024.

<sup>23</sup> Российская газета. 1993. № 199.

<sup>24</sup> СЗРФ. 1994. № 5. Ст. 395.

<sup>25</sup> Ведомости СНД и ВС РСФСР. 1991. № 27. Ст. 927.

<sup>26</sup> Ведомости СНД и ВС РСФСР. 1992. № 3. Ст. 93; Ведомости СНД РФ и ВС РФ. 1992. № 7. Ст. 312.

<sup>27</sup> РГ. 1992. № 154.

<sup>28</sup> РГ. 1992. № 191.

<sup>29</sup> РГ. 1992. № 227.

<sup>30</sup> Собрание актов Президента и Правительства РФ. 1994. № 1. Ст. 2.

Федерации»<sup>31</sup>, постановление Совета Министров – Правительства РФ от 8 февраля 1993 г. № 107 «О выпуске государственных краткосрочных бескупонных облигаций»<sup>32</sup> и другие акты.

Наряду с вышеуказанными процессами становление российского рынка ценных бумаг сопровождалось глубоким кризисом национальной экономики, гиперинфляцией, оттоком капитала и в целом стремительным изменением экономических условий. В этой связи говорить об эффективном развитии рынка ценных бумаг на данном этапе не приходится. Создававшиеся правовые основы сильно зависели от политической конъюнктуры и негативных процессов в рыночном хозяйстве.

Характерным для этого периода является принятие Президентом РФ и Правительством РФ срочных и переходных мер по упорядочиванию отношений на рынке ценных бумаг.

Так, целям обеспечения государственного регулирования на финансовом рынке и рынке ценных бумаг, а также отношений, складывающихся в процессе обращения ценных бумаг, пресечения злоупотреблений и нарушений прав граждан служил указ Президента от 4 ноября 1994 г. № 2063 «О мерах по государственному регулированию рынка ценных бумаг в Российской Федерации»<sup>33</sup>. Данным указом в частности:

– устанавливался закрытый перечень видов предпринимательской (профессиональной) деятельности на рынке ценных бумаг, осуществляемой на основании лицензии (п. 2);

– закреплялись способы государственного регулирования деятельности на финансовом рынке: контроль за участниками рынка, в том числе эмитентами при размещении ценных бумаг; запрещение и пресечение профессиональной деятельности без лицензий; контроль за достоверностью информации, раскрываемой и предоставляемой участниками рынка; создание системы обеспечения прав инвесторов и контроля за соблюдением их прав участниками рынка (п. 3);

– устанавливался перечень ценных бумаг, допускаемых к публичному размещению (п. 4).

Наконец, указом был образован первый специализированный федеральный орган исполнительной власти по осуществлению контроля и регулированию рынка ценных бумаг и деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг – Федеральная комиссия по ценным бумагам и фондовому рынку при Правительстве РФ, получившая позднее статус федерального министерства.

Постановление Правительства РФ от 24 января 1995 г. № 78 «О неотложных мерах по предотвращению подделки бланков ценных бумаг, применяемых в Российской Федерации»<sup>34</sup>, как следует из его названия, было направлено на защиту от подделок документарных ценных бумаг, которые получили широкое распространение в связи с приватизацией, массовым созданием юридических лиц, а также деятельности т. н. «финансовых пирамид».

Данный этап развития современного законодательства о рынке ценных бумаг можно считать закончившимся в середине 90-х гг. С принятием в 1993 г. Конституции РФ в стране стали признаваться равным образом частная, государственная, муниципальная и иные формы собственности. Вступление в силу части первой Гражданского кодекса РФ в 1995 г. и Федерального закона «Об акционерных обществах» в 1996 г. позволило четче закрепить право собственности и определить правовое положение акционерных обществ, правовой режим ценных бумаг, их легальные дефиниции и т. д.

*Второй этап* развития российского рынка ценных бумаг можно ограничить рамками 1996–2008 гг. Его начало связано с вступлением в силу в апреле 1996 г. Федерального закона «О рынке ценных бумаг». Данный закон стал основополагающим для формирования рынка

---

<sup>31</sup> РГ. 1992. № 279.

<sup>32</sup> Собрание актов Президента и Правительства РФ. 1993. № 7. Ст. 567.

<sup>33</sup> РГ. 1994. № 217.

<sup>34</sup> РГ. 1995. № 25.

эмиссионных ценных бумаг и был направлен на установление современной рыночной инфраструктуры, информационной открытости, механизмов регулирования и контроля. Этим документом было закреплено понятие профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, определены ее виды, регламентирован порядок эмиссии и обращения эмиссионных ценных бумаг. Позднее в развитие ФЗ «О рынке ценных бумаг» появилась большая группа подзаконных актов.

В январе 1996 г. была принята часть вторая Гражданского кодекса РФ, закрепившая несколько новых видов ценных бумаг и существенно расширившая институт договорных обязательств.

Знаковым событием стало появление нескольких базовых федеральных законов, которые и в настоящее время продолжают свое действие: ФЗ от 11 марта 1997 г. № 48-ФЗ «О переводном и простом векселе»<sup>35</sup>, ФЗ от 29 июля 1998 г. № 136-ФЗ «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг»<sup>36</sup>, ФЗ от 5 марта 1999 г. № 46-ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг»<sup>37</sup>.

Необходимо отметить, что именно в рамках второго этапа начал происходить активный процесс формирования законодательных основ рынка ценных бумаг. При этом законотворческий процесс зачастую сопровождался соединением национальных правовых традиций, исторически близких к континентальной системе, с передовым англоамериканским опытом регулирования финансовых рынков. В части юридической обоснованности и эффективности применения правовых норм такой симбиоз по ряду аспектов оказался не вполне органичным. Наиболее отчетливо это проявилось в нормах ФЗ «Об акционерных обществах», ФЗ «О рынке ценных бумаг», институте доверительного управления.

К концу 1990-х гг. российский рынок ценных бумаг начал выходить на новый уровень развития. Официальное получение в начале 1997 г. суверенных кредитных рейтингов от агентств Moody's, Standard&Poor's, Fitch, выпуск крупнейшими национальными компаниями еврооблигаций и депозитарных расписок (ADR, GDR) свидетельствовали о постепенной интеграции России в мировую финансовую среду. Причем данный процесс носил обоюдный характер – российские эмитенты выходили на иностранные рынки в поисках инвестиций, а иностранные инвесторы и спекулянты приходили в Россию в поисках высоких доходностей.

Кризисные события августа 1998 г. подорвали доверие к российскому рынку ценных бумаг и существенно замедлили его развитие. Одновременно с общеэкономическими трудностями сложившаяся ситуация обнажила проблему необходимости качественного улучшения механизмов правового регулирования и формирования на их основе целостной системы норм о рынке ценных бумаг.

Начиная с 2000-х годов развитие правового регулирования рынка ценных бумаг заключалось как в постоянном обновлении базовых законов системообразующего характера, так и в принятии новых законодательных актов специального регулирования. К числу последних можно отнести ФЗ от 29 ноября 2001 г. № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах»<sup>38</sup>, ФЗ от 11 ноября 2003 г. № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах»<sup>39</sup>, ФЗ от 10 декабря 2003 г. № 173-ФЗ «О валютном регулировании и валютном контроле»<sup>40</sup>, ФЗ от 20 августа 2004 г. № 117-ФЗ «О накопительно-ипотечной системе жилищного обеспечения военнослужащих»<sup>41</sup> и целый ряд других.

---

<sup>35</sup> СЗРФ. 1997. № 11. Ст. 1238.

<sup>36</sup> СЗРФ. 1998. № 31. Ст. 3814.

<sup>37</sup> РГ. 1999. № 46.

<sup>38</sup> РГ. 2001. № 237–238.

<sup>39</sup> СЗ РФ. 2003. № 46 (ч. 2). Ст. 4448.

<sup>40</sup> СЗ РФ. 2003. № 50. Ст. 4859.

<sup>41</sup> СЗ РФ. 2004. № 34. Ст. 3532.

Таким образом, если в начале 1990-х годов для регулирования нарождающихся рыночных связей хватало по большому счету нескольких подзаконных актов в виде постановлений Правительства РФ и указов Президента РФ, то к концу второго этапа развития указанная сфера отношений стала регулироваться уже значительным количеством федеральных законов.

С событийной точки зрения, период 1996–2008 гг. стал весьма содержательным: предкризисный всплеск рыночной активности, реструктуризация и новация государственного долга в 1998–1999 гг., последующее восстановление национальной экономики и, как следствие, фондового рынка на волне роста стоимости товарно-сырьевых активов.

Несмотря на появление летом 2007 г. первых признаков мирового финансового кризиса, российский рынок показывал позитивную динамику, все больше переориентируясь на потребности внутренней экономики: росли объемы инвестиций, привлекаемые компаниями в ходе активизировавшихся первичных размещений акций и облигаций, формировалась система рефинансирования финансовых институтов, появлялись новые финансовые инструменты. Наконец, знаковым событием рассматриваемого периода можно считать достижение российским фондовым рынком исторических максимумов по своей капитализации, которая в мае 2008 г. составила почти 1,6 трлн долл.

Новый, уже *современный этап* развития законодательства о рынке ценных бумаг можно отсчитывать с лета-осени 2008 г., т. е. с разгара мирового финансового кризиса.

Как отмечается в годовом отчете Федеральной службы по финансовым рынкам РФ, к этому времени на российском финансовом рынке накопились многие нерешенные проблемы, отчетливее стали видны диспропорции российского финансового рынка:

- оторванность от нужд «реальной экономики»;
- чрезмерная зависимость от иностранных инвесторов и отсутствие внутренних долгосрочных инвестиционных ресурсов;
- монополизация рынка узким кругом финансовых посредников, зачастую злоупотребляющих своим положением, допускающих манипулирование рынком и инсайдерскую торговлю;
- отсутствие конкурентоспособной инфраструктуры рынка;
- низкая капитализация финансовых институтов и неудовлетворительное качество управления даже в крупнейших компаниях.<sup>42</sup>

События осени 2008 г. показали недостаточную зрелость российского финансового рынка, а также недостаточную степень ответственности его участников для столь широкого распространения маржинальных сделок, необеспеченных «коротких» продаж ценных бумаг, быстрого роста сделок РЕПО и операций с производными финансовыми инструментами.

Особенностью современного этапа развития рынка явились, во-первых, кризисные события в международной и российской системе финансов и преодоление их последствий. Первоочередными антикризисными мерами Правительства РФ стали: предоставление ликвидности финансовому сектору, санация проблемных кредитных организаций, наделение новыми полномочиями Центрального банка РФ для активного участия на финансовом рынке, предоставления денежных средств Банку развития (ВЭБу) для поддержания стоимости курсов ценных бумаг и рефинансирования кредитов системообразующим предприятиям перед внешними кредиторами и ряд других мер поддержки. В целях их реализации были приняты соответствующие нормативные акты Правительства РФ, внесены изменения в банковское законодательство, законодательство о рынке ценных бумаг, законодательство о несостоятельности (банкротстве).

---

<sup>42</sup> Итоги работы ФСФР России в 2008 г. [Электронный ресурс]. Электрон. дан. [М., 2008]. Режим доступа: [http://data.investfunds.ru/stocks\\_comments/6721/FSFR\\_Macro\\_150109.pdf](http://data.investfunds.ru/stocks_comments/6721/FSFR_Macro_150109.pdf).

Во-вторых, острота проявления кризиса на российском финансовом рынке показала важность принятия долгосрочных мер, направленных на укрепление конкурентоспособности российского финансового рынка, его качественного обновления и оздоровления. В этой связи практически одновременно с осуществлением вышеуказанной антикризисной политики были приняты перспективные и концептуальные документы, определившие направления совершенствования законодательства о рынке ценных бумаг на длительный период. Речь идет о следующих инициативах:

- Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года, утвержденная распоряжением Правительства РФ от 29 декабря 2008 г. № 2043-р. Не затрагивая вопросы развития банковского и страхового секторов, данная Стратегия определила приоритетные направления деятельности государственных органов в сфере регулирования финансового рынка. Задекларированной целью документа является обеспечение ускоренного экономического развития страны посредством качественного повышения конкурентоспособности российского финансового рынка и формирования на его основе самостоятельного финансового центра, способного сконцентрировать предложение широкого набора финансовых инструментов, спрос на финансовые инструменты со стороны внутренних и внешних инвесторов, создание условий для формирования цен на такие финансовые инструменты и соответствующие им активы в Российской Федерации;

- Концепция развития гражданского законодательства Российской Федерации (одобрена решением Совета при Президенте РФ по кодификации и совершенствованию гражданского законодательства от 07 октября 2009 г.). Данная концепция включает в себя проект «Концепции развития законодательства о юридических лицах» и проект «Концепции развития законодательства о ценных бумагах и финансовых сделках»;

- Концепция создания международного финансового центра в Российской Федерации, одобренная Правительством РФ 5 февраля 2009 г. Документ содержит детальный план мероприятий, направленных на создание в России международного финансового центра (МФЦ), описывает необходимые для соответствия МФЦ характеристики и критерии. В основу Концепции легли результаты анализа положения российского финансового рынка и мирового опыта создания МФЦ;

- План мероприятий («дорожная карта») Создание международного финансового центра и улучшение инвестиционного климата в Российской Федерации, утвержденный Правительством РФ 19 июня 2013 г. Реализация «дорожной карты» призвана повысить конкурентоспособность российского финансового рынка путем формирования устойчивой, но гибкой регулятивной среды, стимулирующей возникновение и развитие современных финансовых продуктов (услуг) для российских и иностранных участников финансового рынка, а также путем установления высокого уровня корпоративного управления, обеспечивающего защиту права собственности и интересов инвесторов.

В русле данных инициатив были приняты «Стратегия развития банковского сектора до 2015 г.», «Основные направления налоговой политики РФ».

Не вдаваясь подробно в содержательную сторону указанных стратегий и концепций, можно отметить, что закрепленные в них положения уже реализуются и существенно меняют облик как самого рынка ценных бумаг, так и его правовых основ. Характерным примером происходящих процессов является, как будет показано далее, полностью обновленная инфраструктура организованного рынка ценных бумаг, на основе которой выстраиваются уже другие правоотношения и решаются новые концептуальные задачи. В случае же полного выполнения предусмотренных планов мероприятий впору будет говорить о перевороте в сфере правового регулирования рынка ценных бумаг в целом.

В итоге за сравнительно небольшой по историческим меркам промежуток времени российский рынок ценных бумаг превратился в серьезную составляющую финансовой системы

страны и «влился» в глобальные экономические процессы. Несмотря на то, что он еще не выполняет полноценно функцию перераспределения капиталов, сегодня его наличие стало для России таким же привычным атрибутом, как и для любой современной развивающейся экономики.

## 1.2. Текущая характеристика рынка ценных бумаг

В контексте данного исследования текущее состояние российского рынка ценных бумаг представляет интерес с точки зрения характеристики обращающихся на нем финансовых инструментов и институциональной структуры.

Говоря про финансовые инструменты, мы в первую очередь имеем в виду такие ценные бумаги как акции и облигации. Иные виды объектов гражданских прав, например, векселя, чеки, коносаменты, хотя формально и могут являться предметом сделок, но, во-первых, не занимают значимого места в качестве предмета инвестиций, а, во-вторых, едва ли имеют отношение к организованному рынку ценных бумаг.

Необходимо отметить, что в России отсутствуют сводные официальные данные о количестве зарегистрированных эмиссий *акций*. Однако существующие источники информации позволяют составить представление о количестве зарегистрированных акционерных обществ. В принципе, любое акционерное общество по определению является эмитентом, так как уже при своем учреждении оно неизбежно размещает акции (и формально обязано их зарегистрировать).

По данным Единого государственного реестра юридических лиц на 01 марта 2014 года зарегистрировано 291 275 действующих акционерных обществ, из которых 42 051 открытых акционерных обществ и 247 329 закрытых<sup>43</sup>. При этом для частного инвестора практический интерес представляет менее 1 % от указанного количества обществ, поскольку акции остальных 99 % эмитентов не допущены к торгам на организованном рынке ценных бумаг, абсолютно неликвидны и не имеют вторичного рынка обращения.

Традиционным спросом пользуются акции эмитентов, прошедших процедуру листинга на бирже. На этот счет крупнейший российский организатор торговли ЗАО «ФБ ММВБ» характеризуется следующими показателями: по состоянию на 01 апреля 2014 г. к организованным торгам было допущено 269 эмитентов акций (262 акции обыкновенных и 69 акций привилегированных)<sup>44</sup>. Для сравнения, на начало 2014 г. к торгам на Лондонской фондовой бирже допущено 2028 эмитентов акций<sup>45</sup>.

Оборот российского биржевого рынка акций по итогам 2013 г. составил 8,3 трлн руб., что является минимальным значением за последние 7 лет. Пик активности был зафиксирован в 2011 г. и составил тогда 19,6 трлн руб.<sup>46</sup>

Исторически наиболее востребованными на национальном рынке ценных бумаг были акции крупных предприятий, унаследованных российской экономикой от советского периода и ставших акционерными обществами в ходе приватизации. Большинство активно торгуемых российских акций, в том числе почти все «голубые фишки», относятся к этому классу эмитентов. С другой стороны, среди обращающихся ценных бумаг есть и «новые» компании, созданные уже в годы рыночных реформ и занявшие свои ниши в экономике. Например, компании мобильной связи, торгово-розничные сети, строительные компании и т. п.

Что касается качественной стороны вышеуказанных цифр, обращает внимание концентрация объемов биржевого оборота, капитализации и отраслевой принадлежности, которые

---

<sup>43</sup> Официальный Интернет-сайт Федеральной налоговой службы РФ. [Электронный ресурс]. Электрон. дан. [М., 2014]. Режим доступа: [http://nalog.ru/rn77/related\\_activities/statistics\\_and\\_analytics/regstats/](http://nalog.ru/rn77/related_activities/statistics_and_analytics/regstats/).

<sup>44</sup> Официальный Интернет-сайт Московской биржи. [Электронный ресурс]. Электрон. дан. [М., 2014]. Режим доступа: <http://moex.com/s18>.

<sup>45</sup> Официальный Интернет-сайт Лондонской фондовой биржи. [Электронный ресурс]. Электрон. дан. [2014]. Режим доступа: <http://www.londonstockexchange.com/statistics/markets/main-market/main-market.htm>.

<sup>46</sup> Официальный Интернет-сайт НАУФОР. [Электронный ресурс]. Электрон. дан. [М., 2014]. Режим доступа: <http://www.naufor.ru/getfile.asp?id=9522>.

приходятся на ограниченный список эмитентов. Речь прежде всего идет об акциях предприятий, представляющих топливно-энергетический комплекс, среди которых особо велика доля предприятий, добывающих нефть и газ. Другой характерной особенностью российского рынка акций является высокая доля государства в общей структуре капитализации, причем в последние годы заметна явная тенденция к росту этой доли. Еще одна существенная особенность – высокая концентрация контрольных пакетов акций, находящихся у ограниченной группы лиц, как следствие, низкий уровень доли акций в свободном обращении (free float).

Как показывают подсчеты, по итогам 2013 г. доля десяти наиболее ликвидных акций составила около 85 % совокупного биржевого оборота акций. При этом доля ОАО «Газпром» и ОАО «Сбербанк России» составила 45 % биржевого оборота. На десять наиболее капитализированных эмитентов пришлось более 60 % общерыночной капитализации, из которых особо велика доля предприятий, связанных с добычей нефти и газа (52 % в общерыночной капитализации)<sup>47</sup>.

Таким образом, если в общей структуре капитализации сколько-нибудь значимую роль еще играют финансовый сектор, энергетика, черная и цветная металлургия, связь, то машиностроение, транспорт, химическая промышленность, торговля, строительство, сфера услуг не представлены вообще или представлены крайне слабо. Другими словами, практически все внимание участников российского рынка ценных бумаг сосредоточено в крайне ограниченном сегменте. Рынок по большинству акций является неликвидным и обладает низкой степенью отраслевой диверсификации. Причем такая ситуация отличает не только 2013 г. На протяжении последних 7-10 лет качественная сторона представленных цифр серьезным образом не менялась, что является нехарактерным для большинства иностранных фондовых рынков<sup>48</sup>.

Актуальным вопросом для отечественного рынка остается соотношение внутренних и зарубежных организаторов торговли в объеме торгов российскими акциями (имеются в виду торги акциями российских эмитентов и депозитарными расписками на них), которое по итогам 2013 г. установило паритет (50 % на 50 %). На сегодняшний день российские эмитенты осуществили 67 программ депозитарных расписок<sup>49</sup>, что является одним из ведущих показателей в мире.

Наконец, суммарная капитализация российского рынка акций по итогам 2013 г. составила 0.77 трлн долл.<sup>50</sup> Для сравнения: капитализация рынка акций США – 19.7 трлн долл.<sup>51</sup>; Европы – 5.5 трлн евро<sup>52</sup>.

Говоря про рынок облигаций, следует учитывать его деление на корпоративный и государственный сегмент.

Становление рынка корпоративных облигаций происходило в России с существенным запозданием по сравнению с рынком акций и рынком государственных облигаций. Активное использование облигаций российскими компаниями для привлечения долгового финансирования началось только с 1999 г. Причем в отличие от многих других национальных облигаци-

---

<sup>47</sup> Официальный Интернет-сайт НАУФОР. [Электронный ресурс]. Электрон. дан. [М., 2014]. Режим доступа: <http://www.naufor.ru/getfile.asp?id=9522>.

<sup>48</sup> См.: Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра. Идеальная модель фондового рынка России на долгосрочную перспективу (до 2020 года). – М.: НАУФОР, 2008. С. 13–17.

<sup>49</sup> По данным информационного портала Investfunds. [Электронный ресурс]. Электрон. дан. [М., 2014]. Режим доступа: <http://stocks.investfunds.ru/dep/>.

<sup>50</sup> Официальный Интернет-сайт НАУФОР. [Электронный ресурс]. Электрон. дан. [М., 2014]. Режим доступа: <http://www.naufor.ru/getfile.asp?id=9522>.

<sup>51</sup> Поданным Wilshire. [Электронный ресурс]. Электрон. дан. [2014]. Режим доступа: <http://www.wilshire.com/indexes/calculator/>

<sup>52</sup> Поданным Европейского центрального банка (ЕЦБ). [Электронный ресурс]. Электрон. дан. [2014]. Режим доступа: <http://sdw.ecb.europa.eu/browseTable.do?node=bbn171>.

онных рынков внутренний российский рынок корпоративных облигаций с самого начала развивался как преимущественно биржевой.

До 2008 г. данный сегмент рынка характеризовался устойчивым увеличением количества эмитентов и объемов эмиссий, удлинением сроков заимствования. Однако результатом известных событий 2008 г. стало существенное замедление темпов его развития, где стремительные процессы падения активности сопровождались массовыми отказами от исполнения обязательств (дефолтами) эмитентов. К 2014 г. рынок корпоративных облигаций полностью восстановился и по своим показателям даже стал превышать достигнутые до 2008 г. результаты. Так, по итогам 2013 г. количество эмитентов корпоративных облигаций составило 353, количество выпусков – 1030 общим объемом 5,2 трлн руб.<sup>53</sup>

Что касается государственных облигаций, то действующее законодательство относит к ним как ценные бумаги, выпущенные от имени Российской Федерации, так и ценные бумаги, выпущенные от имени субъектов Российской Федерации. Наряду с ними существуют и муниципальные облигации – ценные бумаги, выпущенные от имени муниципальных образований (ч. 1 ст. 2 ФЗ от 29 июля 1998 г. № 136-ФЗ «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг»<sup>54</sup>).

В настоящее время на рынке обращается 58 выпусков государственных облигаций Российской Федерации общим объемом 4,4 трлн руб. Облигации субъектов Российской Федерации и муниципальных образований существенно уступают по объему как федеральным, так и корпоративным облигациям. По данным агентства Cbonds, на 01 мая 2014 г. в обращении находилось в общей сложности 98 выпусков рублевых облигаций, эмитентами выступили 40 субъектов Российской Федерации и муниципальных образований, общий объем эмиссии составил 447 млрд руб.<sup>55</sup>

*Институциональная структура* российского рынка ценных бумаг представляет интерес с точки зрения таких его участников как инвесторы, профессиональные участники, а также инфраструктурные организации.

В качестве инвесторов можно условно понимать любых лиц (причем как российских, так и иностранных), которые вкладывают средства в ценные бумаги с целью получения прибыли. В этой связи речь идет о населении, инвестиционных фондах, пенсионных фондах и коммерческих банках. Несмотря на то, что официальные систематизированные данные о структуре и количественных характеристиках инвесторов и инвестиций на российском рынке ценных бумаг отсутствуют, попытаемся составить общую картину на основании имеющихся в свободном доступе источников.

К категории «население» следует отнести граждан (физических лиц), которые либо осознанно приняли решение о самостоятельной работе на рынке ценных бумаг и пользуются услугами брокеров, либо являются клиентами доверительных управляющих, в т. ч. являются «пайщиками» паевых инвестиционных фондов (далее – ПИФов).

В структуре клиентов ЗАО «ФБ ММВБ» по итогам 2013 г. было зарегистрировано 832 тыс. счетов физических лиц. Количество активных клиентов в системе торгов (т. е. лиц, совершивших в течение месяца хотя бы одну сделку) – почти 64 тысячи<sup>56</sup>. По данным саморегулируемой организации «Национальная лига управляющих», количество счетов «рыночных пайщиков» ПИФов составляет в настоящее время около 1 млн человек. Таким образом, в срав-

---

<sup>53</sup> Поданным информационного портала Cbonds. [Электронный ресурс]. Электрон. дан. [М., 2014]. Режим доступа: <http://cbonds.ru/>.

<sup>54</sup> СЗ РФ. 1998. № 31. Ст. 3814.

<sup>55</sup> Поданным информационного портала Cbonds. [Электронный ресурс]. Электрон. дан. [М., 2014]. Режим доступа: <http://cbonds.ru/>.

<sup>56</sup> Официальный Интернет-сайт Московской биржи. [Электронный ресурс]. Электрон. дан. [М., 2014]. Режим доступа: <http://moex.com/s719>.

нении с численностью экономически активного населения страны общее количество инвесторов – физических лиц не превышает 3 %.

Говоря про инвестиционные фонды, мы имеем в виду прежде всего ПИФы, поскольку акционерные инвестиционные фонды (АИФы) на российском рынке ценных бумаг особого распространения не имеют. Число работающих ПИФов на 31 декабря 2013 составляло 1397, совокупная стоимость их чистых активов – 590 млрд руб. Юридически операции с активами инвестиционных фондов осуществляют специализированные организации – управляющие компании, число которых на конец 2013 г. составило 405<sup>57</sup>.

Пенсионные фонды в силу закона и самого механизма своего функционирования должны инвестировать средства, накапливаемые для будущих пенсионных выплат, в потенциально доходные и достаточно ликвидные активы – прежде всего в ценные бумаги. По данным Банка России, на 07 апреля 2014 г. действующие лицензии НПФ имели 118 организаций. Совокупный инвестиционный ресурс НПФ включает в себя весь объем пенсионных резервов и пенсионных накоплений и составил по итогам 2013 г. около 3,8 трлн руб.<sup>58</sup>

Особого внимания заслуживают коммерческие банки, поскольку российское законодательство по сравнению с некоторыми зарубежными странами (главным образом, по сравнению с США) не содержит ограничений на их деятельность на рынке ценных бумаг. В этой связи многие российские банки выступают на рынке ценных бумаг как в качестве самостоятельного вида инвестора, так и в качестве профессионального участника.

Как следует из статистики Банка России, общая сумма средств, вложенных коммерческими банками в акции на 01 апреля 2014 г. составила 785 млрд руб. Общая сумма вложений коммерческих банков в облигации – 6,2 трлн руб. При этом общее количество действующих кредитных организаций на начало 2014 г. составляло 859.

Отдельный интерес представляют иностранные инвесторы. Общеизвестно, что к таким инвесторам относятся зарубежные инвестиционные фонды, в том числе Exchange traded funds (ETF). Одновременно с этим высока доля юридических лиц – нерезидентов, зарегистрированных в Республике Кипр, в руках которых сосредоточены значительные объемы акций российских эмитентов. К сожалению, полной и достоверной статистической информации в отношении указанных лиц нет.

По имеющимся на начало 2014 г. оценкам, около 70 % свободно обращающихся российских акций принадлежало иностранным инвесторам с объёмом вложений 213 млрд долл. Основную долю иностранных собственников составили европейские резиденты<sup>59</sup>. При этом долю нерезидентов в структуре владельцев государственных облигаций Российской Федерации Банк России оценивает в 22 %, что составляет менее 1 трлн руб.

Профессиональные участники рынка ценных бумаг наряду с инвесторами формируют основу его субъектного состава. С их помощью осуществляется финансовое посредничество между организованными торгами, эмитентами и инвесторами, приводится в движение рыночная инфраструктура и в целом упорядочиваются правоотношения на рынке ценных бумаг.

К профессиональным участникам, осуществляющим сделки с ценными бумагами, относятся брокеры, дилеры и доверительные управляющие. По данным Банка России, по состоянию на 16 мая 2014 г. было выдано 859 лицензий на осуществление брокерской деятельности, 859 лицензий на осуществление дилерской деятельности, 765 лицензий на осуществление деятельности по доверительному управлению ценными бумагами. При этом большинство лицен-

---

<sup>57</sup> Данные Национальной лиги управляющих. [Электронный ресурс]. Электрон. дан. [М., 2014]. Режим доступа: <http://www.nlu.ru/>.

<sup>58</sup> По данным информационного портала Investfunds. [Электронный ресурс]. Электрон. дан. [М., 2014]. Режим доступа: [http://npf.investfunds.ru/profile\\_of\\_market/](http://npf.investfunds.ru/profile_of_market/).

<sup>59</sup> Поданным Сбербанк КИБ. [Электронный ресурс]. Электрон. дан. [М., 2014]. Режим доступа: <http://www.sberbank-cib.ru/rus/products/research/research.wbp>

зиатов совмещает все три этих вида деятельности. В их числе около половины занимают кредитные организации.

К профессиональным участникам, осуществляющим учетную функцию, относятся депозитарии и регистраторы. По состоянию на 16 мая 2014 г. количество организаций, имеющих депозитарную лицензию, составляло 600. Количество организаций, имеющих лицензию на ведение реестра владельцев ценных бумаг, – 37.

Организаторы торговли и клиринговые организации длительное время также относились к категории профессиональных участников рынка ценных бумаг, но в настоящее время такими формально уже не являются. Данные лица, говоря языком экономистов, осуществляют торгово-расчетную функцию. По состоянию на 16 мая 2014 г. было выдано 8 лицензий биржи и 6 лицензий на осуществление клиринговой деятельности.

## Глава 2. Правовые основы клиринговой деятельности

### 2.1. Понятие клиринга и клиринговой деятельности

Долгое время место, которое занимал клиринг на финансовом рынке, отличалось неопределенностью, а регулировавшие его правовые механизмы – бессистемностью. Имевшиеся недостатки были связаны главным образом с отсутствием критериев, позволяющих определить правовую природу такой деятельности. В результате клиринг с правовой точки зрения часто сводился к зачету требований, что в свою очередь создавало проблемы при осуществлении некоторых разновидностей клиринговой деятельности.

Сегодня клиринг находит единообразное применение как на неорганизованных (т. н. внебиржевых) торгах, так и на организованных (биржевых) торгах ценными бумагами, валютой, товарами, производными финансовыми инструментами.

Востребованность клиринга связана со способами организации и проведения торгов. На современных финансовых рынках при совершении сделок и продавец, и покупатель бывают разделены между собой в пространстве и во времени и могут непосредственно друг с другом не взаимодействовать. Это приводит к фрагментации совершенной сделки на части, основными из которых являются ее заключение и исполнение. Принято считать, что юридическая конструкция клиринга связана именно с заключительной частью сделки (представляет собой обособившуюся ее часть) и служит цели ее исполнения. Это достигается путем вычисления взаимных обязательств участвующих в сделке сторон и определения сроков исполнения таких обязательств. С организационной точки зрения, клиринг – это также «совокупность расчетных (вычислительных) операций по сделкам, осуществляемых специализированными организациями (клиринговыми организациями) на основе современных вычислительных компьютерных систем и методов»<sup>60</sup>.

По смыслу ст. 2 ФЗ «О клиринге и клиринговой деятельности» клиринг – это определение подлежащих исполнению обязательств, возникших из договоров, в том числе в результате полного или частичного прекращения обязательств, допущенных к клирингу, зачетом и (или) иным способом, установленным правилами клиринга, и подготовка документов (информации), являющихся основанием прекращения и (или) исполнения таких обязательств. Надо сказать, что свое полноценное легальное определение «клиринг» получил впервые. Ранее данное понятие упоминалось только в названии ст. 6 ФЗ «О рынке ценных бумаг», из которого лишь следовало, что клиринг это определение взаимных обязательств.

В настоящее время механизм клиринга включает в себя несколько последовательных процедур, основные среди которых:

1. определение сторон и обязательств, из совершенных ими сделок, т. е. кто, сколько, кому должен денежных средств и финансовых инструментов;
2. неттинг;
3. оформление итоговых расчетных документов, направленных на прекращение (исполнение) возникших обязательств.

Если с первой процедурой особых трудностей в понимании не возникает, то на неттинге необходимо остановится подробнее.

Неттинг (от англ. netting – сальдирование, взаимозачет) и с финансовой, и с юридической точки зрения представляется непростым рыночным механизмом.

---

<sup>60</sup> Вавулин Д. А., Федотов В. Н., Емельянов А. С. Комментарий к Федеральному закону от 7 февраля 2011 г. № 7-ФЗ «О клиринге и клиринговой деятельности» (постатейный). М.: Юстицинформ. СПС Консультант Плюс.

Являясь двух– или многосторонним зачетом взаимных требований, неттинг, как указывает Л. Г. Ефимова, представляет собой разновидность расчетов, осуществляемых при участии клиринговой организации с помощью сальдо взаимных требований участников клиринга<sup>61</sup>

---

<sup>61</sup> См.: Ефимова Л. Г. Договоры об организации расчетов: понятие, виды, система, правовая природа // Гражданское право и современность: Сборник статей, посвященный памяти М. И. Брагинского (под ред. В. Н. Литовкина, К. Б. Ярошенко). М., 2013. СПС КонсультантПлюс.

## **Конец ознакомительного фрагмента.**

Текст предоставлен ООО «ЛитРес».

Прочитайте эту книгу целиком, [купив полную легальную версию](#) на ЛитРес.

Безопасно оплатить книгу можно банковской картой Visa, MasterCard, Maestro, со счета мобильного телефона, с платежного терминала, в салоне МТС или Связной, через PayPal, WebMoney, Яндекс.Деньги, QIWI Кошелек, бонусными картами или другим удобным Вам способом.