

Проблемы взаимодействия фондовых рынков России и Казахстана

Н.В. Максимчук

Наталья Викторовна Максимчук – главный специалист отдела экономического анализа и консалтинга Аналитического управления ЕАБР. Степень магистра в области бизнес-администрирования школы бизнеса Университета Астана (Великобритания). Более 10 лет опыта работы в системе ООН со специализацией в области эффективного государственного управления, регионального сотрудничества в Центральной Азии, координации внешней помощи на цели развития.

Электронная почта: maqsimchuk_nv@eabr.org

Введение

Предлагаемая статья подготовлена на основе материалов отраслевого обзора ЕАБР «Перспективы интеграции фондовых рынков России и Казахстана». В подготовку обзора большой вклад внесли специалисты Профессиональной ассоциации регистраторов, трансфер-агентов и депозитариев (ПАРТАД, Россия) в лице П.М. Ланскова и Е.В. Зенькович. Работа над обзором сопровождалась проведением опроса профессиональных участников фондовых рынков России и Казахстана и эмитентов относительно потребностей и предпочтений, а также препятствий для взаимного выхода на рынки двух стран. Полученные данные в полной мере подтверждают выводы по результатам сравнения уровня развития инфраструктуры фондовых рынков двух стран и соответствующих положений законодательства, регулирующего взаимный допуск участников, обращение ценных бумаг (ЦБ) на общих территориях, сотрудничество в развитии фондовых рынков.

Россия и Казахстан в настоящее время относятся к числу лидеров среди стран постсоветского пространства по степени развития фондовых рынков. В докризисном 2006 году капитализация фондовых рынков этих стран составляла соответственно 104.4 и 54.7% ВВП (Головнин, 2009). Россия, помимо более высокой капитализации, отличается и более высоким уровнем ликвидности рынка – суммарный объем торгов всеми видами ценных бумаг на национальных фондовых биржах в 2006 году составил 54.7% ВВП, тогда как в Казахстане – 20.7%.

Финансовый кризис 2008 года значительно повлиял на динамику и структуру российского и казахстанского фондовых рынков. Немалый отток капитала и обострившиеся макроэкономические проблемы (инфляция,

замедление роста промышленности, большой объем внешних заимствований у частного сектора и так далее) стали причиной падения в конце 2008 года перекапитализированных фондовых рынков двух стран. Так, 23 января 2009 года индекс РТС рухнул до отметки 498.2 пункта – самой низкой с конца 2003 года. За ним последовал и индекс KASE, обвалившись 2 февраля 2009 года до отметки 576.89 пункта – самой низкой с конца 2005 года. Также сократилась доля операций нерезидентов, доля частных инвесторов и снизилась активность других категорий инвесторов, включая инвестиционные фонды. Сегодня рынки в целом выглядят более оптимистично, чем в начале 2009 года.

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

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

В Казахстане наиболее активными субъектами фондового рынка, как и в России, являются банки. Они выступают в качестве эмитентов собственных акций и других ценных бумаг, а также в роли инвесторов, приобретая ЦБ и проводя с ними посреднические операции (Донцов, 2003). Компании, работающие в розничном секторе и в сфере коллективных инвестиций, не скрывают, что они ориентированы на привлечение в Казахстане свободных финансовых ресурсов и дальнейшее инвестирование этих денег за рубежом. Подобный подход не несет выгоды казахстанской экономике, но создает конкурентную среду, повышая эффективность рынка (Бизнес и Власть, 2008). Пенсионные фонды, которые до кризиса были крупнейшей группой внутренних инвесторов, в силу установленных правил инвестирования сейчас также сократили свою активность на внутреннем рынке акций и облигаций.

По сравнению с Россией, казахстанскому фондовому рынку присуща низкая ликвидность вторичного рынка финансовых инструментов, связанная, главным образом, с недостатком таких инструментов, неразвитостью

рынка производных ценных бумаг и ограниченным развитием рынка акций. Многие казахстанские эмитенты пока не желают раскрывать финансовую информацию и допускать к управлению предприятием внешних акционеров (Карагусова, 2008). Эти проблемы присущи фондовым рынкам всех стран СНГ, что наряду с законодательными барьерами негативно воздействует на интеграционные процессы в регионе.

Наличие общих проблем развития финансовых рынков России и Казахстана, необходимость преодоления последствий мирового кризиса, растущее присутствие финансовых институтов двух стран на рынках друг друга и прочих государств региона, взаимодействие в рамках региональных организаций (ЕврАзЭС и СНГ) могут служить предпосылками для расширения сотрудничества в развитии национальных финансовых систем.

Интенсивность экономических связей открывает возможности для более тесного взаимодействия национальных фондовых рынков России и Казахстана. С точки зрения интеграции особую важность имеют вопросы совершенствования, гармонизации и унификации законодательных условий деятельности профессиональных участников, порядок допуска к обращению на фондовом рынке иностранных ценных бумаг и организаций, зарегистрированных в другой стране. Именно эти вопросы были положены в основу проведенного среди профессиональных участников рынков РФ и РК опроса, а также анализа текущего состояния законодательной базы по регулированию рынка ценных бумаг в двух странах. Основные выводы этой работы представлены в настоящей статье. С полным текстом обзора можно ознакомиться на сайте ЕАБР: <http://www.eabr.org/rus/publications/AnalyticalReports/>.

Результаты и выводы опроса – потребности и предпочтения во взаимном выходе на фондовые рынки

Опрос профессиональных участников рынков Казахстана и России проводился с целью изучения мнений организаций относительно планов и предпочтений по взаимному выходу профучастников на рынки рассматриваемых стран, достаточности механизмов для реализации этой цели, а также существующих проблем и препятствий в рассматриваемой сфере. Помимо общих вопросов о деятельности организаций, анкета включала разделы по инвестициям в рынок ценных бумаг соседнего государства, их размещению, качеству обслуживания в институтах по учету прав собственности на ценные бумаги, а также сотрудничеству фондовых бирж РК и РФ. Изучение потребностей и предпочтений участников рынка обеих стран во взаимном выходе на рынки капитала дает хорошую основу для законодательной и организационной настройки систем регулирования и инфраструктуры финансовых рынков.

Результаты опроса

Казахстан: Категории и специализация участников фондового рынка

Среди казахстанских участников опроса, проявивших интерес к теме взаимопроникновения рынков капитала двух стран, существенно преобладают профессиональные участники рынка (82.4%).

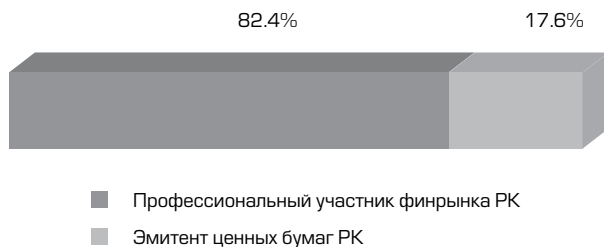


Рисунок 1
Категории участников опроса

Структура специализации респондентов от РК свидетельствует о распространённости допускаемых законодательством совмещений видов профессиональной деятельности на рынке ЦБ (см. рисунок 2). Наиболее распространённая комбинация – сочетание деятельности брокера/дилера по ценным бумагам и управление инвестиционным портфелем. В целом характерно совмещение значительного числа видов профессиональной деятельности, что свидетельствует об определенной гибкости казахстанского законодательства в этом отношении. В плане взаимодействия данный факт создает предпосылки для обеспечения настройки под свои потребности функционала казахстанской организации, выбираемой российским инвестором или профессиональным участником рынка в качестве партнера.



Рисунок 2
Специализация участников опроса

Согласно полученным данным на фондовом рынке РК наиболее распространены деятельность брокера и/или дилера и управление инвестиционным портфелем (ИП) (см. рисунок 3). Об этом же говорит и структура выданных Агентством по финансовому надзору (АФН) Казахстана лицензий (см. таблицу 1).

Рисунок 3
Наиболее
распространенные
виды
профессиональной
деятельности

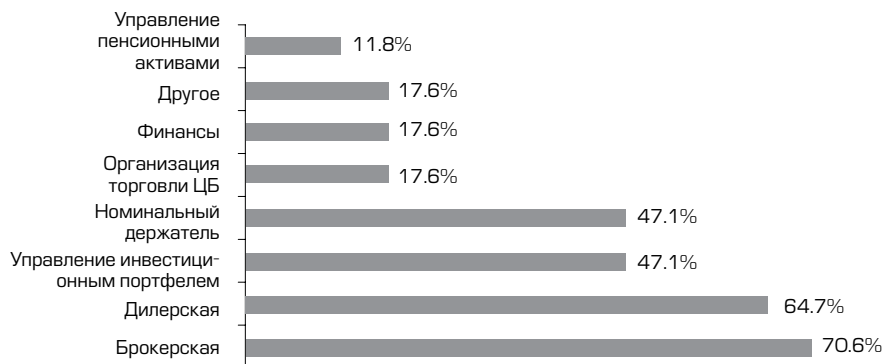


Таблица 1
Количество
организаций,
осуществляющих
определенный вид
профессиональной
деятельности
на рынке ценных
бумаг Казахстана

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

Источник: АФН
Казахстана

Казахстан: Инвестиции в российский рынок ценных бумаг

Дочерние структуры в России имеют 17.6% опрошенных (см. рисунок 4), ценными бумагами российских эмитентов владеют 29.4%. С учетом 11.8% респондентов, уклонившихся от ответа на вопрос о владении такими ценными бумагами, можно предположить, что их число даже несколько больше (порядка 35%). Подобное распределение говорит о том, что владение иностранными финансовыми инструментами более доступно, чем учреждение дочерних структур на территории соседнего, иностранного государства. С учетом сравнительной развитости рынка ценных бумаг РФ и его достаточно большой (по сравнению с рынком РК) ликвидностью число казахстанских профучастников, владеющих ценными бумагами российских эмитентов, могло быть выше.

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

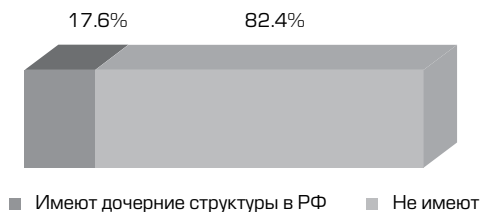


Рисунок 4
Наличие дочерних структур в России

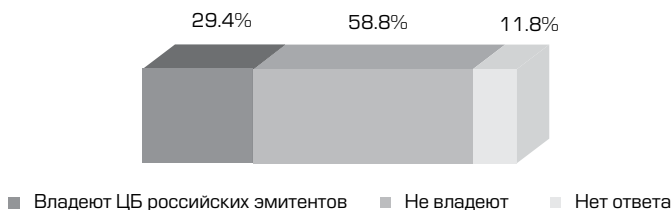


Рисунок 5
Владение ценными бумагами российских эмитентов

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

При этом 25% респондентов РК владеют ценными бумагами эмитентов других государств. Участники опроса отметили, что преимущество фондового рынка этих государств заключается в его развитости и разветвленности. Эти рынки, по мнению респондентов, предлагают ликвидность и представляют собой среду с очень хорошим уровнем регулирования.

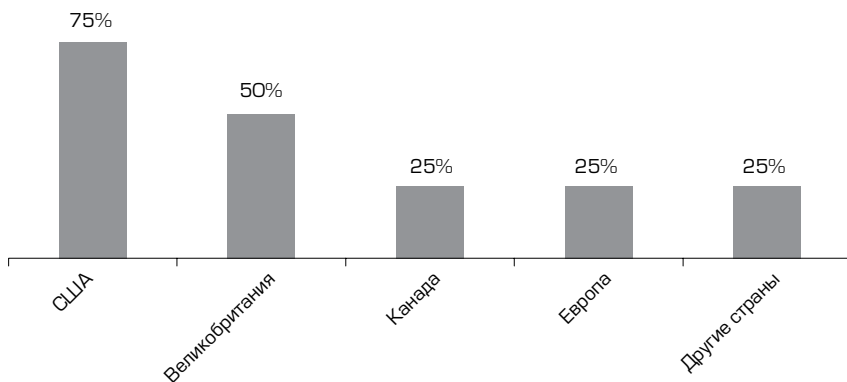


Рисунок 6
Владение ценными бумагами эмитентов других государств

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

Для казахстанских профучастников представляют интерес российские ценные бумаги следующих секторов (см. рисунок 7).

Все респонденты, ответившие на данный вопрос, указали сектор добычи природных ресурсов. Большинство также назвали сектор энергетики. Су-

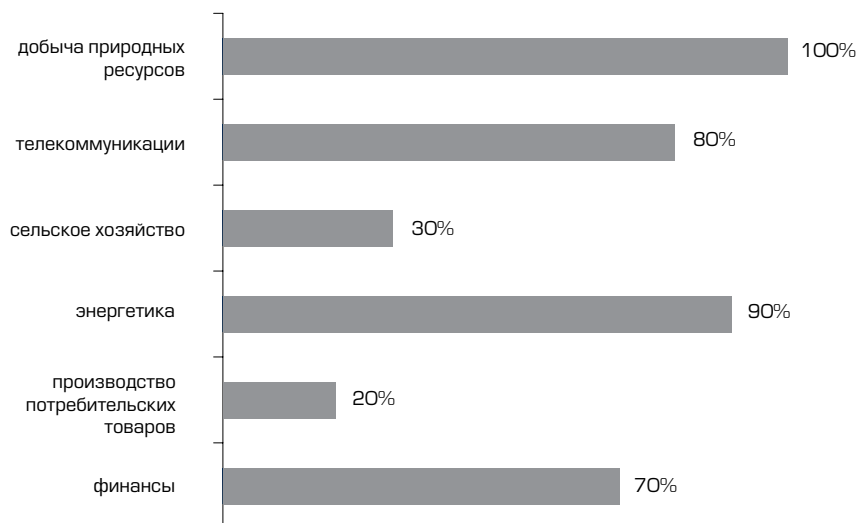


Рисунок 7
Приоритетные сектора для казахстанских профучастников

щественный интерес для казахстанских профучастников представляют российский сектор телекоммуникаций и финансы.

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

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

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

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

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

Казахстан: Трудности при взаимодействии с российскими финансовыми институтами

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

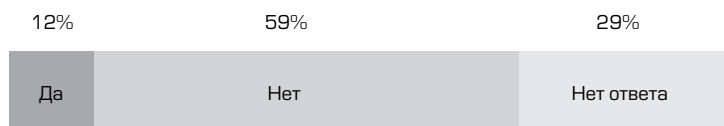
Невозможность двойного номинального держания ценных бумаг российских эмитентов представляет собой трудность при осуществлении прямых инвестиций в России для казахстанских клиентов
Отсутствие центрального депозитария ценных бумаг в России
Законодательство РК ограничивает деятельность финансовых институтов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

Таблица 2
Трудности при взаимодействии с российскими финансовыми институтами

Казахстан: Размещение ценных бумаг в Российской Федерации

Что касается перспектив вывода собственных ценных бумаг на российский рынок, то такую возможность рассматривают лишь около 12% ответивших казахстанских организаций (см. рисунок 8). Значительное число респондентов оставило данный вопрос без ответа (29%). В целом можно говорить о том, что казахстанские профучастники не заинтересованы в выводе собственных ценных бумаг на российский рынок.

Рисунок 8
Заинтересованность
в выводе ценных
бумаг для обращения
в России



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

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

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

Казахстан: Предложения по сотрудничеству

В качестве возможных форм сотрудничества казахстанские респонденты выдвинули следующие предложения.

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

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

Россия: Категории и специализация участников фондового рынка

Специализация казахстанских участников опроса состоит в том, что почти половина опрошенных сами являются эмитентами ценных бумаг. Все они также профессиональные участники российского фондового рынка. Все организации совмещают различные виды деятельности, что дает им возможность предлагать комплексные услуги своим клиентам.

Можно выделить следующие виды деятельности российских респондентов (см. рисунок 9).

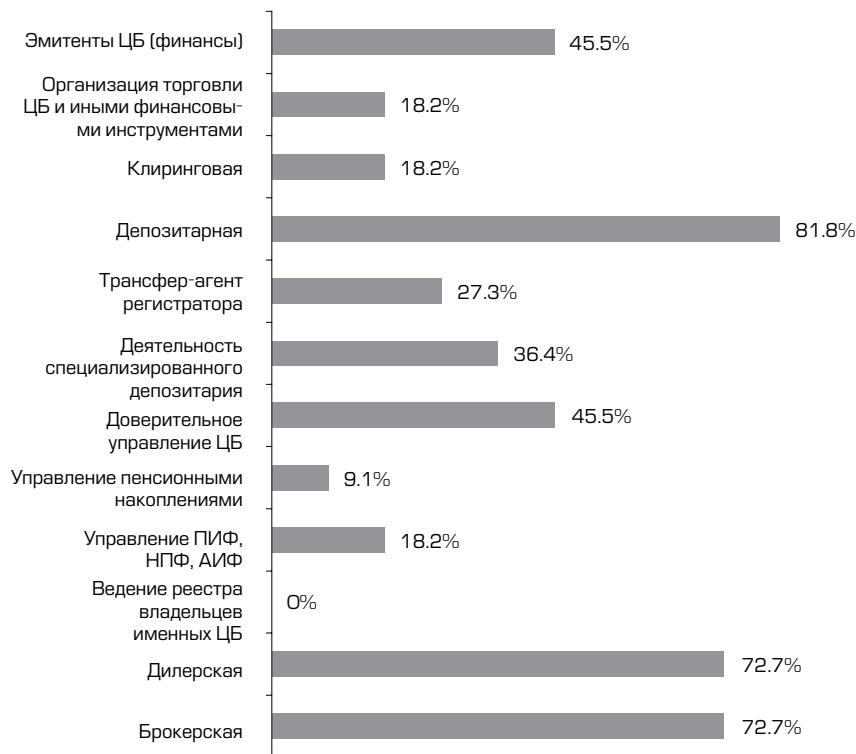


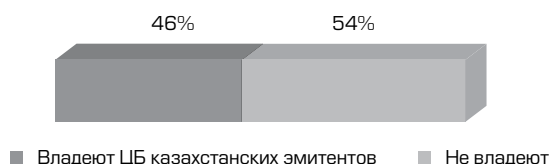
Рисунок 9
Специализация российских участников опроса по видам деятельности

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

Россия: Инвестиции в казахстанский рынок ценных бумаг

По сравнению с казахстанскими организациями, российские компании – участники опроса более глубоко представлены на рынке капитала Казахстана, так как одни и те же организации и владеют ценными бумагами эмитентов РК (см. рисунок 10), и имеют дочерние структуры в Казахстане (50%).

Рисунок 10
Доля респондентов РФ, владеющих ценными бумагами казахстанских эмитентов



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

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

Россия: Оценка качества услуг казахстанских учетных институтов

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

Россия: Размещение ценных бумаг в Казахстане

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

Россия: Проблемы при взаимодействии с казахстанскими финансовыми институтами

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

Отсутствие полноценного электронного документооборота (SWIFT или иных стандартов) для осуществления документооборота с ЦД РК.
Требование к раскрытию информации о конечном владельце ценных бумаг на дату фиксации реестра в течение 24 часов ¹ .
Неурегулированность вопроса по хранению российских локальных ценных бумаг в ЦД РК, кастодианах Казахстана и депозитариях РФ.

Таблица 3
Трудности при взаимодействии с казахстанскими финансовыми институтами

Основные выводы опроса

Из анализа результатов опроса профессиональных участников рынка ценных бумаг обеих стран вытекают следующие основные выводы. Казахстанским организациям российский финансовый рынок интересен, прежде всего, как механизм привлечения финансовых ресурсов. Российский же бизнес рассматривает казахстанский рынок капитала скорее в качестве «моста», обеспечивающего доступ к добыче и эксплуатации природных ресурсов РК. Соответственно, если значительная часть казахстанских организаций заинтересована в выводе своих бумаг на российский рынок, то российские компании пока к этому не стремятся.

¹ Информация о конечном владельце ценных бумаг на дату фиксации реестра должна быть раскрыта кастодианом в Казахстане в течение 24 часов. Иначе клиент российского профучастника не сможет воспользоваться положениями соответствующих конвенций об избежании двойного налогообложения в отношении ценных бумаг, не входящих в официальный список фондовой биржи (тех, к которым применяется ставка налога 15%). Раскрытие невозможно выполнить в столь короткий срок по причине большого количества посредников при таком раскрытии. Причина в том, что не только банк, но и клиенты банка могут действовать в качестве номинального держателя. То есть в течение 24 часов полученная от кастодиана в Казахстане информация должна быть донесена до сведения конечного собственника бумаг (кастодиан в Казахстане – банк – клиент банка – номинальный держатель – конечный владелец), а затем информация о конечном владельце обратно Центральному депозитарию. Единственный выход для клиентов – раскрывать конечного собственника заранее, чтобы кастодиану в Казахстане не приходилось запрашивать эту информацию у соответствующего российского профучастника. Тогда возникает необходимость открытия нескольких счетов в кастодиане Казахстана для учета активов клиентов – номинальных держателей, имеющих несколько клиентов, что в свою очередь оборачивается дополнительными издержками по ведению таких счетов для таких клиентов.

В то же время российские фондовые биржи проявляют определенный интерес к сотрудничеству с казахстанскими партнерами и хотели бы расширить перечень торгуемых на своих площадках инструментов за счет ценных бумаг эмитентов другого государства.

1. Большинство казахстанских участников опроса совмещают деятельность брокера/дилера по ценным бумагам и управление инвестиционным портфелем. Разнообразие сочетаний видов профессиональной деятельности свидетельствует о гибкости законодательства РК. Это создает возможности для настройки под собственные потребности функционала казахстанской организации, выбираемой российским инвестором или профессиональным участником рынка в качестве партнера.
2. Количество казахстанских респондентов, имеющих дочерние структуры в РФ (в первую очередь банковские), – 17.6% – примерно вдвое меньше количества субъектов рынка РК, владеющих ценными бумагами российских эмитентов (29%). Ценными бумагами эмитентов других государств владеют 25% опрошенных с казахстанской стороны.
3. По сравнению с казахстанскими организациями, российские компании – участники опроса более глубоко представлены на рынке капитала Казахстана, так как одни и те же организации владеют ценными бумагами эмитентов РК и имеют дочерние структуры в Казахстане.
4. От 29 до 35% казахстанских респондентов владеют ценными бумагами российских эмитентов. Из них более 85% представлены в реестрах владельцев ценных бумаг через расчетные депозитарии, 14% представлены в реестрах напрямую. Из тех, кто представлен в реестрах депозитариев, выступающих номинальными держателями российских ценных бумаг, равное число опрошенных отдали предпочтение услугам расчетных депозитариев и российских кастодианов.
5. Оценивая качество сотрудничества с российскими институтами по учету прав собственности на ценные бумаги российских эмитентов, свыше 70% казахстанских участников опроса в целом выразили удовлетворенность предоставляемыми услугами. Так, скоростью обслуживания довольны 80% опрошенных, цена услуг в целом устраивает 60%. Удобству организации процесса взаимодействия, предложению дополнительных услуг и отсутствию сбоев казахстанские организации единодушно выставили высокие баллы.
6. Владеют ценными бумагами казахстанских эмитентов около 46% опрошенных с российской стороны. Из них более 36% представлены в реестрах владельцев ценных бумаг через ЦД РК, 18% представлены в реестрах напрямую. Остальные респонденты представлены либо через казахстанскую дочернюю структуру западного кастодиана с лицензией кастодиана, либо казахстанскую дочернюю структуру банка РФ с лицензией кастодиана.
7. Оценивая качество сотрудничества с казахстанскими институтами по учету прав собственности на ценные бумаги в Казахстане, свыше 70%

российских участников опроса выразили удовлетворенность предоставляемыми услугами. Респонденты исключительно высоко оценили работу ЦД РК по таким параметрам, как цена, скорость, удобство, дополнительные услуги, отсутствие сбоев. В работе с казахстанской дочерней структурой западного кастодиана отмечена высокая стоимость услуг.

8. Казахстанские эмитенты в настоящее время не заинтересованы в выводе своих ценных бумаг на российский рынок. Непосредственное обращение иностранных бумаг на российском фондовом рынке существенно ограничено высоким уровнем требований, установленных текущим законодательством.
9. Казахстанским организациям российский рынок интересен, прежде всего, как механизм привлечения финансовых ресурсов. Российский же бизнес рассматривает казахстанский рынок капитала скорее в качестве «моста», обеспечивающего доступ к добыче и эксплуатации природных ресурсов Казахстана. Соответственно, если значительная часть казахстанских организаций заинтересована в выводе своих бумаг на российский рынок, то российские компании пока к этому не стремятся.
10. В опросе приняли участие основные биржи России (РТС и ММВБ) и казахстанская биржевая площадка KASE. Из трех бирж с точки зрения инвестиций в экономику другой страны наиболее активна РТС. Только у нее есть дочерняя структура в Казахстане (АО «Товарная биржа «ЕТС»), и только она владеет ценными бумагами казахстанских эмитентов. ММВБ и KASE дочерних структур на территориях рассматриваемых юрисдикций не имеют и ценными бумагами на них не владеют. В то же время российские фондовые биржи проявляют интерес к сотрудничеству с казахстанскими партнерами и хотели бы расширить перечень торгуемых на своих площадках инструментов за счет ценных бумаг эмитентов другого государства.
11. Основными проблемами, препятствующими расширению взаимодействия, российские и казахстанские респонденты называют законодательные ограничения, касающиеся деятельности финансовых институтов за пределами страны регистрации. Казахстанские участники опроса выделили такие проблемы, как отсутствие центрального депозитария в РФ, проблему предоставления права номинального держания ценных бумаг российских эмитентов иностранным брокерам и создания механизма подтверждения прав конечных держателей ценных бумаг, законодательные ограничения по открытию счетов в зарубежных кастодианах. Российские респонденты указали на такие проблемы, как отсутствие полноценного электронного документооборота (SWIFT или иных стандартов) для осуществления документооборота с ЦД РК, требование к раскрытию информации о конечном владельце ценных бумаг в течение 24 часов, неурегулированность вопроса по хранению российских локальных ценных бумаг в ЦД РК, кастодианах и депозитариях РФ.

Результаты опроса указывают на необходимость синхронизации регулятивных и инфраструктурных систем двух стран. Она будет способствовать быстрой и эффективной организации обращения казахстанских ценных бумаг на российских биржевых площадках; обеспечению надежной связи между владельцами этих финансовых инструментов, их эмитентами и центрами учета прав на них посредством электронного документооборота; раскрытию корпоративной информации об этих финансовых инструментах в едином центре.

Краткие выводы по результатам сравнительного анализа законодательства

С учетом того, что у России и Казахстана отсутствуют явные политические и иные препятствия для интеграции рынков капитала, сравнительный анализ законодательства в сфере регулирования фондовых рынков позволяет считать, что определенные нормативные предпосылки и механизмы для обращения и размещения ценных бумаг иностранных эмитентов на российском и казахстанском рынках созданы. Интенсивность экономических связей между Россией и Казахстаном (ЕАБР, 2009) открывает возможности для более тесного взаимодействия национальных фондовых рынков. В связи с этим особую важность приобретают вопросы совершенствования, гармонизации и унификации законодательных условий эмиссии и обращения ценных бумаг, деятельности профессиональных участников на фондовых рынках государств.

Взаимный допуск профессиональных участников на фондовые рынки России и Казахстана

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

Налаживание и укрепление отношений между учетными системами двух стран является основополагающей частью процесса интеграции фондовых рынков и направлено на совершенствование механизма защиты прав и интересов инвесторов (Бахмутова, 2005).

Размещение и обращение иностранных ценных бумаг

Сравнение законодательной базы двух стран для встречного движения капиталов в форме инструментов рынка ценных бумаг позволяет судить

о том, что определенные правовые предпосылки для такого движения уже заложены. Но существующие различия в законодательстве в данной сфере создают ряд препятствий, например, законодательные ограничения в обеих странах, касающиеся организации эмиссии и вывода ценных бумаг на фондовые рынки Казахстана и России.

Важно отметить, что допуск к публичному обращению иностранных ценных бумаг на фондовых рынках обоих государств устанавливается фондовой биржей по согласованию с уполномоченным органом по регулированию и надзору финансового рынка. В России, в отличие от допуска к публичному обращению, публичное размещение иностранных ценных бумаг возможно только на основании решения ФСФР. Но инициатором и спусковым механизмом публичного размещения иностранных ценных бумаг являются российские фондовые биржи, на которые возлагается миссия вывода указанных бумаг на российский фондовый рынок. Особенность действующего закона РФ «О рынке ценных бумаг» – он регулирует не только публичные размещение и обращение иностранных ценных бумаг, но и регламентирует процедуру частного размещения на российском фондовом рынке.

Выпуск (эмиссия) и размещение казахстанских ценных бумаг в России осуществляется при условии, что ранее выпущенные эмиссионные ценные бумаги эмитента включены в список фондовой биржи на территории Республики Казахстан. Для размещения казахстанских акций в России наряду с уже вышеупомянутым требованием необходимо выполнить ряд дополнительных пунктов: получение разрешения уполномоченного органа; листинг данных акций на фондовой бирже на территории РК; предложение не менее 20% акций на организованном рынке ценных бумаг Казахстана до начала размещения на территории иностранного государства.

Выпуск (эмиссия) и размещение российских ценных бумаг в Казахстане. Выпуск акций нерезидентов Республики Казахстан невозможен. Размещение ценных бумаг нерезидентов, выпущенных как по законодательству Казахстана, так и по законодательству другой страны, в том числе России, подлежит лицензированию.

Обращение ценных бумаг России и Казахстана на взаимных территориях – технически свободное обращение ценных бумаг (регистрации сделок с ценными бумагами) РФ и РК невозможно без взаимного признания лицензий учетных организаций, как минимум, депозитариев.

Нормативные акты обеих стран предусматривают возможность обращения иностранных ценных бумаг на национальных организованных рынках. Однако в настоящее время российские нормативные акты устанавливают больше ограничений для обращения ценных бумаг иностранных эмитентов по сравнению с аналогичными по предмету регулирования казахстанскими нормативными актами. Об этом свидетельствуют и результаты опроса в части проблем взаимодействия. Так, например, российские респонденты привели значительно меньшее количество проблем, возникающих при взаимодействии с казахстанскими финансовыми институтами. Наибольшее число барьеров для взаимной интеграции фондовых рынков

содержится в разделах законодательства обеих стран, регулирующих выпуск ценных бумаг за рубежом.

Возможные направления взаимодействия

Биржи как центральные звенья финансовой инфраструктуры находятся между властями/регуляторами фондового рынка и участниками рынка. Помимо организации торгов и проведения расчетов, они выступают в качестве катализаторов перемен и внедрения инноваций.

Российские и казахстанские биржи готовы развивать сотрудничество. Об этом говорят и результаты опроса, в котором приняли участие российские РТС и ММВБ и основная казахстанская биржевая площадка KASE. Среди возможных форм сотрудничества российских и казахстанских бирж ММВБ отметила следующие:

- обмен информацией о планах деятельности и перспективах развития биржевых рынков, совершенствования торговых систем, систем взаимодействия с клиринговыми, депозитарными и расчетными структурами, об освоении новых технологий и инструментов;
- технологическое сотрудничество;
- двусторонние бизнес-проекты;
- взаимный допуск участников на биржевые рынки РФ и РК;
- организация торгов российскими и казахстанскими депозитарными расписками (РДР и КДР);
- прямой допуск ценных бумаг казахстанских эмитентов на российский фондовый рынок;
- оказание клиринговых услуг;
- раскрытие корпоративной информации по эмитентам РФ и РК;
- совместная деятельность в рамках МАБ СНГ по развитию рынков;
- участие в работе межгосударственных органов СНГ, ЕврАзЭС, российско-казахстанской комиссии по экономическим и финансовым вопросам и др.

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

- объединение усилий по гармонизации законодательств двух стран, которая сделает реальными проекты по интеграции биржевых рынков;
- консультации в области стратегического развития, PR-деятельности и маркетинга;
- обмен биржевой информацией с целью привлечения на рынки инвесторов;
- изучение опыта друг друга в плане развития IT-инфраструктуры, средств торговли и клиринга с целью повышения общей эффективности и улучшения качества услуг, предоставляемых участникам рынка;

- сотрудничество с целью развития IT-решений для казахстанского рынка производных финансовых инструментов.

Важным элементом интеграционного процесса следует признать разработку и применение общих технологий электронного документооборота, которые позволят стандартизировать и ускорить информационный обмен как между биржами, так и между участниками торгов на них.

Эксперты, рассматривая перспективы развития взаимодействия между биржевыми площадками в контексте нарастающей за рубежом тенденции к слиянию и поглощению, высказываются в пользу объединения биржевых площадок России и Казахстана для успешной борьбы за привлечение глобального инвестора. Интеграция биржевых рынков двух стран представляется привлекательной возможностью снизить влияние последствий кризиса на перспективы развития отрасли (Куприн, 2009). При этом отмечается возможность для взаимодополнения. В Казахстане есть длинные деньги – средства страховых и пенсионных фондов, но в силу особенностей законодательного регулирования эти деньги не работают в полной мере, что сдерживает развитие рынка. В РК могли бы прийти российские короткие деньги, более спекулятивные, но способные оживить торговлю, а в РФ – длинные казахстанские деньги.

Действительно, накопительные пенсионные фонды (НПФ) являются активными инвесторами на финансовом рынке РК и иностранных государств. Однако в ближайшее время ожидать значительных инвестиций за рубеж, в том числе в российские ценные бумаги, не приходится. Стратегия инвестирования пенсионных активов изменилась в сторону увеличения доли государственных ценных бумаг РК при одновременном сокращении объемов инвестирования в ценные бумаги иностранных эмитентов. Средства российских негосударственных пенсионных фондов или управляющих компаний теоретически также можно рассматривать в качестве возможного источника портфельных инвестиций в ценные бумаги казахстанских организаций. Однако для реализации возможностей, предоставленных российским законодательством, необходимо сформировать соответствующие индексные паевые фонды, включающие бумаги казахстанских эмитентов. Это вряд ли произойдет в ближайшее время, пока рынок капитала РК не восстановится от последствий мирового финансового кризиса и/или пока бумаги эмитентов РК не будут выведены на российский биржевой рынок, способный обеспечить им надлежащую ликвидность.

Также озвучивается мнение, что для стран СНГ путь развития через M&A пока менее привлекателен, наиболее перспективным направлением видится сотрудничество бирж при создании и развитии рынков (Куприн, 2009). В качестве примеров приводятся планы сотрудничества Сингапура, Малайзии и Таиланда при размещении ценных бумаг в разных юрисдикциях стран АСЕАН, практика предоставления на коммерческой основе технологии торгов и создание совместных секторов.

Каждая из бирж входит в капиталы других биржевых организаций, обозначая тем самым свое присутствие на международном уровне сотрудничества стран СНГ. Так, у группы РТС уже есть несколько совместных

проектов с зарубежными партнерами, KASE также является владельцем 10,6% Кыргызской фондовой биржи. К сожалению, в свете последних событий в Кыргызстане совместное развитие в ближайший период вряд ли будет успешным. Однако в любом случае важно само стремление развивать взаимодействие с зарубежными партнерами.

Сотрудничеству между фондовыми биржами России и Казахстана в немалой степени способствует членство этих организаций в Международной ассоциации бирж стран СНГ (МАБ СНГ). Провозглашаемые ассоциацией цели (МАБ СНГ, 2000) достаточно масштабны, но сформулированы более четко, чем любые межгосударственные соглашения по данному вопросу. Далеко не все в реализации обозначенных целей зависит от самих бирж, тем не менее их формулировка свидетельствует о стремлении бирж конкретизировать сотрудничество друг с другом. Не имеет большого значения, будет ли взаимодействие осуществляться в рамках СНГ, ЕврАзЭС или на двусторонней основе, но очевидно, что МАБ СНГ вносит в этот процесс свой позитивный вклад.

В краткосрочной перспективе представляется обоснованным сфокусировать усилия на интеграции бирж России и Казахстана как организаторов наиболее развитых рынков ЕврАзЭС (МАБ СНГ, 2009). Недавним примером по развитию биржевой интеграции на товарном рынке стало создание товарной биржи «Евразийская торговая система», учрежденной в конце 2008 года АО «РФЦА» и российской биржей РТС. Доля РФЦА в уставном капитале – 40%, РТС – 60%. Пока работает только секция торговли сельхозпродукцией, в перспективе – организация торгов в секциях нефтепродуктов и металлов.

Анализируя развитие биржевого рынка РФ и РК за прошедшие десять лет, можно констатировать, что обеими странами проделана большая организационная работа, но говорить об интеграции и создании совместного биржевого пространства пока преждевременно.

Заключение

Проведенное ЕАБР при поддержке ПАРТАД аналитическое исследование позволяет оценить перспективы и проблемы интеграции рынков капитала России и Казахстана. Из сравнительного анализа нормативной базы вытекает, что для встречного движения капиталов РФ и РК в форме инструментов рынка ценных бумаг непреодолимых законодательных препятствий нет. Более того, основные правовые предпосылки для такого движения уже созданы, однако в условиях финансового кризиса и недостаточной «встроенности» рынков капитала обеих стран в глобальный финансовый рынок в форме совместного МФЦ они остаются невостребованными.

Именно у этих двух стран ЕврАзЭС – России и Казахстана – отсутствуют явные политические и иные препятствия для интеграции рынков капитала. Это доказывает необходимость синхронизации регулятивных и инфраструктурных систем двух стран. Она позволит, например, быстро и эффективно организовывать обращение ценных бумаг на российских и

казахстанских биржевых площадках; обеспечивать надежную связь между владельцами этих финансовых инструментов, их эмитентами и центрами учета прав на них посредством электронного документооборота; раскрывать корпоративную информацию об этих финансовых инструментах в едином центре ЕврАзЭС.

Налаживание и укрепление отношений между учетными системами двух стран – основополагающая часть процесса интеграции фондовых рынков. Отсутствие приемлемого механизма номинального держания для иностранных инвесторов создает препятствия для расширения сотрудничества между фондовыми биржами России и Казахстана. Следует выделить еще один важный элемент интеграционного процесса – внедрение общих технологий электронного документооборота, которые позволят стандартизировать и ускорить информационный обмен как между биржами, так и между участниками торгов на них.

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

Литература

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

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

Бахмутова Е. (2005) Актуальные вопросы взаимодействия фондовых рынков Казахстана и России. *Рынок ценных бумаг*. №20.

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

Головнин М. (2009) Перспективы совместного развития инфраструктуры фондовых рынков в странах ЕврАзЭС. *Евразийская экономическая интеграция*. Алматы: ЕАБР. 1(2): 41-49.

Донцов С. (2003) Фондовый рынок Казахстана и его основные институциональные инвесторы. *Рынок Ценных Бумаг*. 18.

ЕАБР (2009) Система индикаторов евразийской интеграции. Алматы: ЕАБР. Доступно на: www.eabr.org/rus/publications/ по состоянию на 01.09.2010.

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

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

Куприн А. (2009) О вопросах развития фондового рынка Республики Казахстан и Российской Федерации. *Рынок ценных бумаг.* 10 (70).

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

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

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

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

Документы

ЕврАзЭС (2000) Договор об учреждении Евразийского экономического сообщества от 10 октября 2000 года (с изменениями от 25 января 2006 года и 6 октября 2007 года).

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

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

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

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

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

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