

ЭНДОГЕННЫЕ ФАКТОРЫ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНОГО РАЗВИТИЯ ФИНАНСОВОГО РЫНКА ЕАЭС НА ПРИМЕРЕ ПРАВОВОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ РАЗВИТИЯ РЫНКА ФИНАНСОВЫХ УСЛУГ ЕВРОПЕЙСКОГО СОЮЗА (MIFID II, MIFIR, MiFID II «Quick Fix»)

А.М. Белобородько

Московский экономический институт, Москва, Россия

Н.В. Фадейкина

Новосибирский государственный университет экономики и управления «НИНХ», Новосибирск, Россия

Данная статья посвящена вопросу о необходимости и возможности использования опыта ЕС в процессе развития единого финансового рынка ЕАЭС. Вопрос интеграции рассматривается в политическом, юридическом, и институциональных аспектах. Статья носит общий теоретико-правовой характер, поэтому упор сделан на правовые и доктринальные вопросы, особое внимание в ней уделено анализу Договора о Евразийском экономическом союзе и протоколов к нему, а также выявлению препятствий финансовой интеграции Союза и путей их устранения. В статье представлены в качестве примера для ЕАЭС мегарегуляторы на финансовых рынках Евросоюза и их влияние на экономику еврозоны в период COVID-19. В статье предлагаются дальнейшие шаги, необходимые для консолидации финансовой интеграции и повышения будущей стабильности финансового рынка ЕАЭС.

Ключевые слова: интеграция, ЕАЭС, Европейский союз, финансовые рынки, институты, торговые площадки.

Интеграция финансовых рынков (ФР) – одна из непростых и трудно достижимых целей, стоящих перед участниками Евразийского экономического союза (далее – ЕАЭС или Союз). Достигнутый прогресс достаточно скромный, и основные шаги в этом направлении еще предстоит предпринять в ближайшие годы. Концепция формирования общего финансового рынка Евразийского экономического союза¹ (далее – Концепция) предусматривает два элемента дальнейшей рыночной интеграции:

- стандартизацию лицензий для банков, страховых компаний и рынка ценных бумаг;
- частичную гармонизацию регулирования финансовых институтов.

После 2025 г. в рамках дальнейшей гармонизации регулирования общего ФР Союза страны-члены ЕАЭС планируют создать институциональный механизм, позволяющий финансовым организациям выходить на рынки других стран Евразии без создания отдельной дочерней компании (и, таким образом, без получения новой лицензии, даже стандартизи-

рованной). Концепция предусматривает создание общего регулирующего наднационального агентства, но четко указывает, что лицензирование, регулирование и санкции в отношении финансовых организаций остаются прерогативой национальных регулирующих органов.

Согласно Концепции, функции общего регулирующего наднационального агентства должны быть определены посредством дальнейших переговоров, но его создание не должно приводить к снижению значимости национальных регуляторов.

По мнению автора, по факту, функции общего регулирующего агентства могут оказаться ограниченными на уровне исследований и консультаций.

Гармонизированное регулирование финансовых рынков ЕАЭС должно стать одним из начальных направлений сотрудничества с целью создания единого рынка финансовых услуг (РФУ) и обеспечения равноправного доступа к национальным ФР каждого из государств – членов Евразийского альянса. Государства-члены ЕАЭС уже вступили в начальную

¹ Концепции формирования общего финансового рынка Евразийского экономического союза была принята решением Высшего Евразийского экономического совета от 1 октября 2019 г. № 20.

стадию развития Евразийского общего РФУ и определяются пути создания объединенного рынка ценных бумаг. Значительную часть работы будет выполнять наднациональный орган регулирования ФР, который должен быть создан к 2025 г. в соответствии с Договором о ЕАЭС². Финансовая интеграция в ЕАЭС еще находится в первой стадии развития, и многие ключевые шаги усложняются тем, что уровень развития институтов национальных рынков ценных бумаг крайне неоднороден и требует дальнейшего организационного развития. В таких условиях возникает актуальный вопрос, связанный с изучением зарубежного опыта. ЕАЭС нуждается в развитых ФР, способствующих экономическому росту и инновациям. Новые и диверсифицированные источники финансирования в интересах создания и развития организаций евразийского региона, в том числе субъектов малого и среднего предпринимательства (МСП), являются ключом к дальнейшему росту и занятости населения стран-членов ЕАЭС. Финансовые рынки заинтересованы во вкладах розничных инвесторов на рынках капитала ЕАЭС. Это станет возможным, когда институты финансовых услуг восстановят доверие к ФР Союза: инвесторы должны быть в достаточной степени защищены и иметь свободный доступ к прозрачным и эффективным финансовым продуктам и услугам, которые для них являются понятными и финансово привлекательными. Обширная научная литература о роли финансовых рынков в стимулировании экономического роста выявила ряд каналов, через которые финансовое развитие влияет на инвестиции и рост [1-5].

Во-первых, сужая спред между стоимостью капитала компаний и выплачиваемыми ими дивидендами, получаемыми в том числе физическими лицами, выступающими представителями домашних хозяйств, участвующих в инвестиционном процессе, финансовая отрасль должна повышать уровень эффективности инвестиций; *во-вторых*, нужно совершенствовать механизм распределения инвестиций между альтернативными проектами с просчитанными рисками.

Чтобы эмпирически оценивать влияние развития финансовых рынков на инвестиции и рост экономики, необходимо измерять и контролировать показатели обратной причинно-следственной связи: реальная экономическая деятельность может иметь обратный эффект на финансовое развитие, поскольку бурный рост экономики означают больший спрос на внешние заимствования.

Действительно, исследования в этой области показывают в последнее время, как развитые ФР способствуют инвестициям и росту ВВП или наоборот. Развитые ФР меняют способы и формы реагирования экономических институтов на шоковые потрясения, поскольку они позволяют компаниям использовать международные рынки капитала для финансирования внутренних инвестиций, а домашним хозяйствам – вкладывать сбережения в иностранные финансовые инструменты. В более общем определении этого феномена финансовое развитие означает способность домохозяйств и финансовых институтов диверсифицировать и снижать риски.

Наиболее адаптивным и приемлемым для создания интегрированного финансового рынка ЕАЭС является опыт Европейского Союза (ЕС), который начал формировать свой единый рынок финансовых услуг еще в начале 1980-х, и с тех пор накопил значительный опыт интеграции и модификации институтов финансовых рынков. Особая роль по регулированию европейского рынка ценных бумаг принадлежит Европейскому управлению по ценным бумагам и рынкам (ESMA³), которое в 2011 г. заменило Комитет европейских регуляторов ценных бумаг (CESR⁴). ESMA – одно из трех новых европейских надзорных органов, которые созданы в рамках Европейской системы финансового надзора. Оно вместе с национальными компетентными органами стран-членов ЕС осуществляет мониторинг продолжающегося воздействия пандемии COVID-19 на финансовые рынки в ЕС. Основные функции ESMA лежат в сфере законодательства и регулирования ценных бумаг с целью улучшения функционирования финансовых рынков в Европе, а также усиления защиты инвесторов и сотрудничества между национальными компетентными органами⁵.

«Впервые комплексно исследованы правовые основы построения "единого рынка финансовых услуг" в ЕС, "общего финансового рынка" в ЕАЭС и рассмотрены их содержание, тенденции развития, а также сформулированы их доктринальные определения; ... сформулированы конкретные предложения об использовании опыта ЕС при создании нормативных основ общего финансового рынка ЕАЭС в секторе рынка ценных бумаг»; обоснованы конкретные предложения по созданию наднационального органа по регулированию финансового рынка в ЕАЭС» в докторской диссертации по юридическим наукам С.А. Касьянова [6],

² Договор о Евразийском экономическом союзе подписан в г. Астане 29 мая 2014 г. (действ. ред. от 01.10.2019).

³ ESMA тесно сотрудничает с другими европейскими контролирующими органами в банковском, страховом и пенсионном сегментах. Кроме того, с помощью европейских надзорных органов и национальных компетентных органов ESMA контролирует обеспечение прозрачности сделок на фондовом рынке и защиты интересов инвесторов. Тщательно исследуя рыночные движения и развитие событий, ESMA предоставляет информацию инвесторам с помощью общедоступных реестров и баз данных, где это необходимо. Свод правил ESMA помогает уравнивать правила игры для инвесторов и эмитентов. Вдобавок, ESMA предоставляет консультации и технические стандарты для институтов ЕС по законодательным проектам в 28 странах-членах ЕС. URL: <https://www.financebrokerage.com/ru/esma-evropeiskoe-upravlenie-po-tsennym-bumagam-i-rynkam/> (дата обращения: 11.01.2022).

⁴ CESR был учрежден Европейской комиссией 6 июня 2001 г.

⁵ ESMA in brief. URL: <https://www.esma.europa.eu/about-esma/esma-in-brief> (дата обращения: 11.01.2022).

где он подчеркивает, что единый РФУ ЕС, как и общий ФР ЕАЭС, распространяется на три смежных финансовых сектора – банковский, страховой и рынок ценных бумаг – и подчинён общим принципам регулирования, основанных на необходимости обеспечить свободное движение лиц, услуг и капиталов. Единый РФУ ЕС С.А. Касьянов трактует как «финансовый рынок его государств-членов, в рамках которого в соответствии с едиными правовыми нормами (acquis ЕС) и под воздействием единого регулирующего и надзорного механизма свободно оказываются любые услуги банковского, кредитного, страхового, личного пенсионного, инвестиционного или платёжного характера». Общий финансовый рынок ЕАЭС определяется исследователем как «финансовый рынок государств-членов, в рамках которого оказываются финансовые услуги (услуги финансового характера), включая страховые и относящиеся к страховым услуги, банковские услуги, услуги на рынке ценных бумаг, и который соответствует ряду критериев: гармонизированные требования к регулированию и надзору, взаимное признание лицензий в каждом из финансовых секторов, свободное осуществление деятельности по предоставлению финансовых услуг на всей территории ЕАЭС, административное сотрудничество уполномоченных органов государств-членов ЕАЭС» [6, с. 10–12].

По мнению С.А. Касьянова, единство подходов ЕС и ЕАЭС к пониманию содержания категорий «рынок» (общий, внутренний, единый) и «рынок финансовых услуг» (общий, внутренний, единый), общность целей и принципов регулирования, вытекающих из этих категорий, подтверждают возможность обращения к опыту правового регулирования ЕС в данной области, так как речь идёт об однопорядковых и тождественных явлениях [6, с. 12].

В начале 2021 г. Министр по экономике и финансовой политике Евразийской экономической комиссии (ЕЭК) Тимур Жаксылыков, выступая на круглом столе в Совете Федерации, заявил, что одним из приоритетов интеграционного сотрудничества союзных государств является формирование общего ФР. Его строительство создаст условия для расширяемого доступа к финансовым продуктам и ресурсам для бизнеса и населения и позволит снять ограничительные барьеры для взаимного допуска, усилить конкуренцию на РФУ, улучшить взаимодействие финансовых регуляторов и обеспечить эффективную защиту инвесторов и потребителей финансовых услуг. «Одним из ключевых направлений формирования общего финансового рынка является создание общего

биржевого пространства ЕАЭС, – подчеркнул Т. Жаксылыков. – Оно позволит существенно расширить взаимное торговое и инвестиционное сотрудничество государств ЕАЭС, увеличить трансграничную активность эмитентов, инвестиционные и сберегательные возможности для населения и послужит катализатором для развития финансовых рынков государств Союза». Т. Жаксылыков напомнил, что для активизации формирования общего биржевого пространства разработан проект Соглашения о допуске брокеров и дилеров одного государства ЕАЭС к участию в организованных торгах на биржах других государств. «Соглашением предоставляется право национальным биржам признавать лицензии брокеров и дилеров, выданные уполномоченными органами государств Союза, и обеспечивать им возможность непосредственного участия в торгах для заключения договоров купли-продажи ценных бумаг и производных финансовых инструментов». Для обеспечения равных прав и возможностей потребителей финансовых услуг и оценки кредитного риска потенциального заемщика разработан проект Соглашения о порядке обмена сведениями, входящими в состав кредитных историй. «Его реализация позволит создать равные условия для резидентов государств Союза при обращении за кредитными ресурсами в банки, находящиеся на территориях других государств, и будет способствовать развитию трансграничного кредитования в рамках ЕАЭС», – резюмировал Министр по экономике и финансовой политике ЕЭК⁶.

Обобщая вышеизложенные факты и события, автор настоящей статьи делает два общих вывода.

Во-первых, только программный и системный подход к регулированию ФР может обеспечить быстрое достижение ЕАЭС поставленных целей. На начальных этапах ЕАЭС следует создать документ, аналогичный «FSAP» (Financial Sector Assessment Program, в переводе на русск. – Программа оценки финансового сектора). Банк России в 2015–2016 гг. принимал участие в такой Программе (она была реализована в рамках миссии Международного валютного фонда и Всемирного банка), направленной как на оценку развития финансового сектора всех проверяемых юрисдикций, так и на оценку финансовой стабильности стран, имеющих значимый финансовый сектор⁷. Надо отметить, что страны ЕАЭС еще до вхождения в Союз приводили в соответствие свои нормативные акты, регулирующие деятельность финансовых институтов. Например, в ноябре 2006 г. был разработан нормативный проект Меморандума о взаимопонимании по вопросам банковского надзора между Агентством Республики

⁶ О выступлении Тимура Жаксылыкова на круглом столе в Совете Федерации на тему «Формирование общего финансового рынка ЕАЭС – приоритет интеграционного взаимодействия» (публикация от 01.02.2021). URL: <http://www.eurasiancommission.org/ru/nae/news/Pages/01-02-2021-01.aspx> (дата обращения: 11.01.2022).

⁷ Результаты прохождения Банком России процедур по Программе оценки российского финансового сектора (Financial Sector Assessment Program, FSAP) представлены на сайте Банка России. URL: https://cbr.ru/press/PR/?file=14072016_175215sbrfr2016-07-14T17_31_58.htm (дата обращения: 11.01.2022).

Казахстан по регулированию и надзору финансового рынка и Национальным банком Республики Беларусь в соответствии с Банковским кодексом и другими законодательными актами Республики Беларусь. Аналогичная работа по приведению к институциональному соответствию отдельных сегментов фондового рынка была инициирована 30 ноября 2016 г. в целях одобрения проекта постановления Высшего Евразийского экономического совета «О разработке единой концепции финансового рынка ЕАЭС». По поручению Президента ЕАЭС, национальные (центральные) банки совместно с Евразийской экономической комиссией разработали Концепцию формирования общего финансового рынка ЕАЭС, о которой шла речь выше. В Концепции дано понятие общего финансового рынка⁸, сформулированы его цели и задачи, определена правовая основа формирования и функционирования общего ФР, представлены этапы его развития, а также направления формирования общего ФР (в том числе «Регулирование общего финансового рынка», «Гармонизация законодательства государств-членов в финансовой сфере», «Обеспечение взаимного допуска участников финансовых рынков государств-членов», «Надзор за деятельностью участников общего финансового рынка», «Развитие инфраструктуры общего финансового рынка», «Формирование общего биржевого пространства», «Защита прав и интересов инвесторов и потребителей финансовых услуг на общем финансовом рынке», «Обеспечение кибербезопасности», «Развитие общего платежного пространства», «Административное сотрудничество и информационное взаимодействие», «Задачи и полномочия наднационального органа по регулированию общего финансового рынка»). 5 апреля 2021 г. распоряжением Совета ЕЭК был утвержден «План мероприятий по реализации Стратегических направлений развития евразийской экономической интеграции до 2025 года», содержащий 11 базовых направлений, в том числе направление «Полное устранение барьеров и максимальное сокращение изъятий и ограничений для свободного передвижения товаров, услуг, капитала и рабочей силы на внутреннем рынке Евразийского экономического союза», содержащее систему мер по формирова-

нию общего финансового рынка в соответствии с рассматриваемой Концепцией. С точки зрения автора, Концепция может быть признана стержнем правовой базы и институционального обеспечения ЕАЭС в финансовой сфере.

Во-вторых, при создании наднационального надзорного органа в ЕАЭС следует определить необходимый баланс между регулируемыми и координируемыми функциями нового органа. Тесное сотрудничество нового наднационального органа с национальными надзорными органами государств-членов ЕАЭС должно основываться на принципах сотрудничества и делегирования полномочий. Общий рынок финансовых услуг требует тесного сотрудничества между надзорными органами государств-членов ЕАЭС с целью взаимного доступа к надзорной информации.

Первый значительный шаг в этом направлении уже сделан, так как в 2014 г. стороны подписали Соглашение об обмене информацией (включая конфиденциальную информацию для обеспечения свободного движения капитала на финансовых рынках). Уже сейчас соглашение предусматривает обмен необходимой информацией между государствами-членами ЕАЭС для эффективного надзора. Кроме того, в рамках Стратегических направлений развития евразийской экономической интеграции до 2025 года⁹ утвержден План реализации Концепции, некоторые элементы которого разработаны на основе лучших практик развития финансового рынка на интеграционной основе.

Возвращаясь к идее использования лучших практик, сформировавшихся в Европейском союзе, обратимся к опыту европейской интеграции в области реформирования финансового рынка.

В мае 1999 г. в ЕС был утвержден «План действий в сфере финансовых услуг» (ПДСФУ), основная цель которого состояла в обеспечении европейских финансовых рынков детально разработанной и совершенной правовой базой. Для этого был предусмотрен целый комплекс мер, в том числе принятие нескольких десятков нормативных актов в трех основных областях: в области рынка ценных бумаг, в банковской сфере и в области страхования. Процесс реализации этих мер, названный в честь их основного разработчика процессом Лам-

⁸ *Общий финансовый рынок ЕАЭС* представляет собой финансовый рынок (ФР) государств-членов Союза (ГЧС), дающий возможность упрощенного и недискриминационного доступа субъектов ФР на рынки друг друга. Общий ФР охватывает банковский сектор, сектор рынка ценных бумаг и страховой сектор каждого ГЧС, а также совокупность отношений, регулирующих взаимодействие между секторами ФР. Общий ФР является неотъемлемой частью евразийской интеграции и обеспечительным условием реализации основных целей Союза. Процесс формирования общего ФР сопряжен с процессом формирования цифровой экономики и учитывает необходимость создания условий для развития финансовых технологий и поддержки инноваций на ФР, в том числе направленных на снижение издержек для финансовых организаций, расширение доступности финансовых услуг, снижение стоимости и обеспечение кибербезопасности финансовых услуг для потребителей и снижение рисков. При формировании общего ФР особое внимание уделяется снижению возможностей для регуляторного арбитража и концентрации рисков финансовой стабильности как на уровне отдельных стран, так и на общем ФР в целом. Одним из критериев формирования общего ФР является поддержание и улучшение уровня защиты прав потребителей финансовых услуг и инвесторов. ГЧС стремятся проводить согласованную политику по формированию прозрачности происхождения капитала финансовых организаций.

⁹ «Стратегические направления развития евразийской экономической интеграции до 2025 года», утв. решением Высшего Евразийского экономического совета от 11 декабря 2020 г. № 12.

фалусси¹⁰, ознаменовал переход в 2001 г. к новой институциональной модели развития финансового рынка, предусматривающей в том числе функционирование Европейского комитета по ценным бумагам (ЕКЦБ) и Комитета европейских регуляторов ценных бумаг (КРЦБ), участвующих в выработке и применении норм европейского финансового права, закрепленных соответствующими директивами и регламентами. Реализация этого процесса обеспечила значительный импульс в успешном достижении следующих директив в рамках ПДСФУ: «Директива о злоупотреблении рынком» (принята 3 декабря 2002 г.); «Директива о проспекте ценных бумаг» (принята 15 июля 2003 г.); «Директива о рынках финансовых инструментов» (MiFID) и Директива о прозрачности (приняты в 2004 г.) [7]. В системе финансового регулирования ЕС, осуществляемого в контексте процесса Ламфалусси, использовалась вертикальная модель регулирования, предусматривающая функционирование полноценных регуляторов для каждой области европейского РФУ – рынка ценных бумаг, банковского и страхового сегментов финансового рынка.

Как отмечает Р.Я. Касьянов, «процесс Ламфалусси, быстро доказав свою эффективность, так же быстро стал нуждаться в реформировании. Это было вызвано двумя причинами. Во-первых, реформирование процесса Ламфалусси было запланированной мерой. Директива Европейского парламента и Совета № 2005/1/ЕС от 9 марта 2005 г. предусматривала, что Европейская комиссия приступит в конце 2007 г. к пересмотру процесса Ламфалусси... Во-вторых, определенные коррективы внес ми-

ровой финансовый и экономический кризис 2008 г. Процесс Ламфалусси, пусть даже реформированный, уже не мог полностью обеспечить надлежащее финансовое регулирование в жестких условиях кризиса. От ЕС требовались быстрые и решительные меры. В самый разгар финансового кризиса – в ноябре 2008 г. – Европейская комиссия поручила группе экспертов под председательством Жака де Ларозьера¹¹ изучить возможные схемы усовершенствования в области финансового надзора и регулирования. Доклад был представлен 25 февраля 2009 г. и содержал 31 рекомендацию, которые касались ряда практических решений в области усовершенствования мер регулирования и надзора... Доклад указывал на трудности, возникающие из-за отсутствия должного сотрудничества, координации, согласованности и доверия между национальными надзорными органами» [7].

По мнению автора настоящей статьи, опыт функционирования сформировавшейся системы Ламфалусси – де Ларозьер (с учетом ее модернизации, в том числе касающейся деятельности Европейского комитета по системным рискам) необходимо учитывать при формировании единого наднационального институционального органа в ЕАЭС.

Прогноз восприятия права ЕС в ЕАЭС. В ожидании публикации Концепции развития общего финансового рынка ЕАЭС, которая должна стать аналогом FSAP в ЕАЭС, необходимо задуматься о преимуществах законодательства ЕС, которые можно было бы учесть при разработке этого документа. «Директива о рынках финансовых инструментов» (MiFID)¹² долгое время была одним из центральных

¹⁰ Барон Александр Ламфалусси (26.04.1929 – 09.05.2015), бельгийский экономист венгерского происхождения и всемирно известный руководитель финансово-банковских структур, с 1 мая 1985 г. по 1 декабря 1993 г. занимал должность генерального директора Банка международных расчетов, в период 1994–1997 гг. был президентом-основателем Европейского валютного института во Франкфурте, позднее преобразованного в Европейский центральный банк. В 2000–2001 гг. он возглавлял Комитет мудрецов по регулированию европейских рынков ценных бумаг, предложения которого были приняты Советом Европейского Союза в марте 2001 г.

¹¹ Жак де Ларозьер де Шампффеу – французский банкир и государственный деятель, родившийся в 1929 г., имел богатейший опыт финансовой деятельности, осуществляемой в «высшем эшелоне»: в 1974–1978 гг. Жак де Ларозьер возглавлял Казначейство Франции, с июня 1978 до января 1987 г. был Директором-распорядителем Международного валютного фонда, с 1987 по 1993 – Управляющим Центральным банком Франции, с сентября 1993 г. по январь 1998 г. – Президентом Европейского банка реконструкции и развития. После банкротства всемирно известного инвестиционного банка «Lehman Brothers» в середине сентября 2008 г., вызвавшего бурю на мировых финансовых рынках и ускорившего глобальный финансовый кризис, президент Европейской комиссии Жозе Мануэль Баррозу попросил Ларозьера возглавить группу экспертов, которая в феврале 2009 г. подготовила эпохальный Доклад, известный как «Отчет Ларозьера» и рекомендуемый широкий пересмотр архитектуры финансового регулирования ЕС. Рекомендации (в т.ч. законодательного и институционального характера) были приняты, и уже с 2010 г. в целях развития новой модели финансового рынка в ЕС стали функционировать Европейское банковское управление, Европейское управление по страхованию и профессиональным пенсиям, Европейское управление по ценным бумагам и рынкам и Европейский совет по системным рискам. URL: <https://eurasialaw.ru/nashi-rubriki/yuridicheskie-statii/pravovye-aspekty-deyatelnosti-evropejskogo-komiteta-po-sistemnym-riskam> (дата обращения: 12.01.2022).

¹² MiFID (Markets in Financial Instruments Directive or MiFID) – это разработанная ЕС, при участии регулятивного биржевого органа Великобритании, директива, которая заменила собой действующие ранее рекомендации. Она является одной из составляющих, необходимых для реализации разработанного ЕС Плана (ПДСФУ), нацеленного на создание регулируемого единого рынка финансовых инструментов. Одна из основных целей создания этого документа – регулирование операций на Европейской бирже, способствующее осуществлению полномасштабной защиты биржевых игроков и остальных участников биржи. Несмотря на то, что рассматриваемая Директива (MiFID) была принята в 2004 г., реально в силу эта Директива вступила в 2007 г. URL: <https://equity.today/mifid.html> (дата обращения: 12.01.2022).

правовых актов ЕС с точки зрения единого рынка в области регулирования финансовых услуг. Несмотря на положительные аспекты указанной Директивы, мировой финансовый кризис 2007–2009 гг. выявил необходимость новой реформы с целью создания новых улучшенных институциональных правил. Реформа MiFID началась в 2009 г. и завершилась в середине 2014 г. принятием двух новых правовых актов. В первую очередь, речь идет о Директиве 2014/65/ЕС, которая сохранила первоначальные права (Директива о рынках финансовых инструментов), но подверглась серьезной переработке¹³. Для удобства и простоты документ именуется «MiFID II». Регламент № 600/2014/EU (Регламент рынков финансовых инструментов (MiFIR)) должен применяться одновременно с Директивой. Эти правовые акты вступили в силу с января 2018 г. и заменили MiFID. Так как MiFID и MiFIR имеют первостепенное значение для единого рынка финансовых услуг, некоторые исследователи называют их «основой финансового регулирования» [8].

Практическую значимость данных правовых актов подтверждают также участвовавшие в обсуждении MiFID II и обновленного регламента MiFIR физические и юридические лица. Ответы этих респондентов можно разделить на две группы. В *первую группу* вошли ответы и комментарии, полученные от различных государственных органов: министерств финансов стран-членов ЕС (Германии, Нидерландов, Словакии, Франции, Чехии, Швеции и др.), центральных банков стран-членов ЕС (Ирландия, Словакия, Франция, Чехия и др.), органов финансового надзора стран-членов ЕС (Австрия, Великобритания, Латвия, Польша, Португалия, Франция и др.) и органов финансового регулирования третьих государств (ОАЭ, США). Во *вторую группу* вошли ответы и предложения, исходящие от различных лиц, имеющих частный интерес к проблеме. Помимо частных лиц (около 4000 ответов), свои высказывания выразили известные транснациональные инвестиционные компании AXA Investment Managers, BlackRock, J.P. Morgan Securities Ltd и др., а также банки (Bank of America, Merrill Lynch, BNP PARIBAS, Credit Agricole SA, Société Générale). Отдельную группу образовали Börse Berlin AG (ранее – Берлинская фондовая биржа) и Deutsche Börse Group (одна из самых крупных биржевых организаций мира), а также профессиональные ассоциации (Ассоциация британских страховщиков, Французская ассоциация биржевых обществ и др.). Приведенный список демонстрирует, что в переговорах по новым документам участвовал

широкий круг стейкхолдеров, имеющих собственные интересы, выходящие за рамки ЕС и его финансовых рынков. Принимая во внимание результаты обсуждения с респондентами, Европейская Комиссия решила привлечь широкий круг участников и провести открытую дискуссию. Такая мера позволила оценить передовой опыт, накопленный наиболее успешными компаниями (банками), и учесть особенности государственного управления финансовыми рынками в разных государствах.

С точки зрения автора настоящей статьи, вышесказанное доказывает необходимость учета накопленного опыта ЕС при разработке нормативно-правовой базы ЕАЭС в области регулирования финансовых рынков. В этой связи целесообразно обратиться к опыту разработки и реализации обновленной «Директивы о рынках финансовых инструментов» ЕС (MiFID II «Quick Fix»), опубликованной в 2021 г. и нацеленной на восстановление экономики после пандемии COVID-19.

Концепция MiFID II «Quick Fix». Европейское управление по рынкам ценных бумаг (ESMA) опубликовало в 2021 г. заключительные отчеты с рядом предложений, в том числе имеющим отношение к обеспечению прозрачности торговли ценными бумагами до и после сделки, касающейся торговли на всех площадках, а именно: двойное ограничение объема, режим контроля систематического интернализатора (брокерской фирмы (компании), которая может осуществлять внутреннее исполнение клиентских приказов и имеет право практически неограниченно проводить операции в режиме «Dark Pool»¹⁴), алгоритмическая торговля, торговые обязательства по деривативам, отчетность по транзакциям и отчетность для инвесторов. Эти обзоры вовсе не являются очередной реализацией «большого взрыва» в сфере реформ европейского финансового рынка, вместо этого предлагаются целевые изменения институциональных требований, которые не сработали так, как ожидалось до пандемии COVID-19; это касается, прежде всего, затрат и сборов, управления продуктом и финансовых обязательств.

Немаловажную роль в ликвидации экономических последствий COVID-19 сыграла европейская Директива MiFID II «Quick Fix». Ниже представлены некоторые ключевые аспекты указанной Директивы, которая направлена на европейские компании:

- директива MiFID II «Quick Fix» была опубликована 26 февраля 2021 г.;

- ее цель – поддержать восстановление экономики после пандемии COVID-19, в том числе снять ненужное административное бремя для компаний;

¹³ Директива 2014/65/EU Европейского парламента и Совета от 15 мая 2014 года о рынках финансовых инструментов с поправками к Директиве 2002/92/ЕС и Директиве 2011/61/EU (в новой редакции; действует в пределах ЕЭЗ) / Информация из Официального вестника Европейского союза, датируемая 12.06.2014, размещена на Официальном сайте Банка России. URL: <https://cbr.ru/content/document/file/85939/mifid2.pdf>.

¹⁴ Режим торгов крупными пакетами (Dark Pool) – анонимный режим торгов со скрытой книгой заявок для заключения крупных сделок (блок-трейдинг). Торги проходят в формате непрерывного заключения сделок (при наличии встречных заявок) по цене аукциона. Цена аукциона определяется перед его началом на основе заявок в Режиме основных торгов T+. URL: <https://www.moex.com/s1649> (17.01.2022).

– государства – члены ЕС должны внести поправки «Quick Fix» в свои национальные законы до 28 февраля 2022 г.;

– оптимизировать нормативные требования, обеспечивая при этом большую гибкость для оптовых клиентов;

– управление финансовыми продуктами;

– доступность и достоверность информации о клиентах;

– оптимизация и нормотворчество рынков производных инструментов;

– поэтапный отказ от использования бумажных носителей информации по умолчанию¹⁵ (поэтапный отказ от бумажных методов коммуникации должен позволить участникам финансового рынка перейти на электронные коммуникации (в том числе, на электронную доставку), что считается более безопасным и «зеленым». Тем не менее, розничные клиенты по-прежнему смогут запрашивать сообщения на бумажных носителях.

Репликация институциональных форм торговли финансовыми инструментами на рынках ЕАЭС. Одним из основных преимуществ нового законодательства ЕС в финансовых вопросах является то, что в нем были определены все правовые и институциональные формы торговли финансовыми инструментами и установлены правила институционального взаимодействия. Согласно новым положениям, торговля должна происходить на одной из следующих трех регулируемых платформ: регулируемые рынки (RM), многосторонняя торговая площадка (MTF) или организованная торговая площадка (OTF). Организованной торговой площадкой (OTF) называется система, которая не является ни регулируемым рынком, ни многосторонней торговой площадкой MTF – это сеть брокеров-дилеров, которые теперь стали обязательной стороной для сделок, ранее осуществляющих на внебиржевом рынке. На OTF продавцы и покупатели, взаимодействующие в системе, торгуют облигациями, структурированными финансовыми продуктами, квотами на выбросы и др.

MiFID II дает юридическое определение этих трех типов регулируемых платформ, что само по себе является значительным преимуществом реформы. Два определения, касающиеся регулируемого рынка и многостороннего торгового механизма, уже были определены в MiFID I; они были обновлены в Директиве 2014 г. Кроме того, MiFID II представил совершенно новое определение организованной торговой площадки. Концепция OTF (organized trading facility) была включена в Директиву MiFID II с целью создания равных условий для платформ, предлагающих многосторонние торго-

вые услуги. Благодаря нормотворческой деятельности MiFID II и MiFIR площадки OTF стали регулируемые.

В соответствии с положениями MiFIR новая категория OTF была определена в широком смысле, чтобы она могла охватывать существующие и будущие платформы, торгующие финансовыми инструментами, независимо от их институциональных механизмов, и для регулирования торговли, которая не соответствовала ранее функциональным возможностям или стандартам регулирования классических рынков и MTF. Следовательно, новая категория OTF должна дополнять существующие регулируемые платформы. Определение организованной торговой площадки неявно демонстрирует, что OTF – это уникальная торговая платформа с индивидуальными институциональными особенностями, которые отличают ее от RM и MTF. Важный аспект проистекает из определения OTF, поскольку в нем говорится, что эта платформа должна работать с обязательствами, структурированными финансовыми продуктами, квотами на эмиссию и деривативами.

В конечном итоге новые правила должны были касаться торговли финансовыми институциональными инструментами, которые ранее игнорировались с юридической точки зрения. Эти меры стали очередным ответом на одну из проблем, выявленных в ходе реформирования MiFID II. Таким образом, RM, MTF и OTF представляют собой три возможных институциональных формы торговли различными финансовыми инструментами, и каждая из них является независимым типом торговой платформы. Очевидно, что ЕАЭС должен обсудить создание единых институциональных и правовых правил торговли финансовыми услугами в среднесрочной перспективе, поскольку торговля финансовыми инструментами в государствах-членах ЕАЭС осуществляется только на классических регулируемых рынках.

Можно предположить, что при создании правовой базы для формирования и развития общего единого финансового рынка ЕАЭС законодателям необходимо учитывать не только международный, но и национальный опыт стран-участниц, например, России. Развитие института биржи в современной России весьма представительно: в силу исторических причин Россия имеет самый большой практический и теоретический опыт в этой сфере среди стран-членов ЕАЭС. Кроме того, нельзя не отметить тот факт, что Европейский мегарегулятор ESMA подтвердил, что финансовые инструменты Московской биржи полностью соответствуют требованиям прозрачности к посттрейдинговой инфраструктуре, установленным европейскими директивами MiFID II / MiFIR¹⁶.

¹⁵ MiFID II «Quick Fix». URL: <https://www.pershing.com/uk/en/news/what-is-big-in-our-world/regulation/topics/mifid-quick-fix-faqs>.

¹⁶ Московская биржа соответствует требованиям прозрачности ESMA. URL: <https://www.moex.com/n28714/?nt=113>.

Выводы. В процессе изучения финансовых институтов ЕС и возможных путей их трансплантации (из одной экономической среды в другую, менее развитую) в статье выявлено три основных проблемы, стоящие на пути более глубокой интеграции финансовых рынков в ЕАЭС.

Во-первых, это вопрос о готовности государств-членов Союза передать контроль над национальными финансовыми институтами органам ЕАЭС. Асимметрия власти в Евразии с Россией, с ее большим экономическим и политическим потенциалом, чем у всех остальных членов, вместе взятых, заставляет страны постсоветского пространства крайне осторожно относиться к делегированию своих полномочий в международные институты, в которых Россия может стать доминирующей силой [9, с. 35-39]. С самого начала объединения евразийские страны настаивали на том, чтобы интеграция ЕАЭС осуществлялась в рамках институциональной безопасности, не затрагивая суверенитет государства [10]. Любые формы политической интеграции (даже символические) или введение единой валюты явно выходили за эти границы. В связи с этим процесс евразийской интеграции осуществляется как бы «на ощупь», двигаясь, в определенной степени, методом проб и ошибок, когда отдельные страны то «открывают» свои границы, то их «закрывают», если новые меры по интеграции заходят слишком далеко, как это часто случалось на примере экономических и политических взаимоотношений РФ и Беларуси. В некоторых областях политики (например, в вопросе о роли и статусе Евразийского Суда) Договор о ЕАЭС стал фактически шагом назад после принятия Договора о Таможенном союзе. Как видится автору настоящей статьи, дальнейшие юридические корректировки будут продолжаться по мере согласования новых мер интеграции.

Другая проблема состоит в том, что есть значительные различия в организации экономических систем стран – членов ЕАЭС: достаточно трудно совместить централизованную экономику Беларуси, где около 70 % ВВП производится государственными компаниями, с рыночно ориентированным Казахстаном. Таможенные барьеры, существующие между странами Евразии, а также институциональные противоречия из-за различия в нормативно-правовой базе в наиболее чувствительных секторах (например, фондовый рынок) служат гарантией суверенитета национальной экономической модели, которую их политические и экономические стейкхолдеры не хотят и не могут изменить. Кроме того, эти экономические модели не статичны и часто развиваются в разных направлениях – Казахстанский эксперимент с Международным финансовым центром «Астана», созданным в 2018 г. и основанном на принципах общего права, вряд ли

совместим с российскими или белорусскими протекционистскими устремлениями, которые усилились последние пять лет.

Наконец, важный вопрос: насколько политические элиты стран – членов Союза заинтересованы в продвижении проекта ЕАЭС вперед. Сохраняющаяся напряженность в отношениях России с ЕС и США, в том числе сохраняющаяся угроза новых санкций снижает интерес стран Евразии к сотрудничеству с Россией. Но в то же время Россия, которая в 2010–2015 гг. рассматривала Евразийский регионализм как средоточие амбиций и политических устремлений великой державы, теперь отвлекается на множество других задач и усилий, в которых ее властные элиты демонстрируют себя в качестве глобальных игроков в таких конфликтах, как ливийская, сирийская гражданские войны или конфликт с Украиной. В результате российская власть сейчас меньше оказывает давление на бюрократический аппарат ЕАЭС для реализации дальнейших интеграционных мер. Сам по себе бюрократический аппарат ЕАЭС не является достаточно сильным административно или политически ангажированным, чтобы самостоятельно продвигать интеграцию. Как результат, действующий регулирующий орган Евразийского экономического союза, в целом соблюдая график Договора, более заинтересован в организационной работе по сохранению достигнутых результатов в интеграционном процессе, нежели в совершенствовании финансовых институтов.

Однако важно избегать чрезмерно пессимистических выводов. Цели, поставленные ЕАЭС, в международном сравнении весьма амбициозны:

- уже осуществляются несколько региональных интеграционных блоков, в повестке которых лежат общие энергетические и финансовые рынки;
- даже незавершенные в своей трансформации экономические институты позволяют успешно и эффективно осуществлять торговые и финансовые операции между странами.

Поэтому было бы неправильно трактовать замедление интеграции финансовых рынков в ЕАЭС как провал; скорее, следует тщательно управлять ожиданиями и стимулами стейкхолдеров, лоббистов общего рынка и принимать во внимание те ограничения и препятствия на пути интеграционного процесса, которые неизбежны с учетом сложности рассматриваемых тем и относительной молодости Евразийского экономического союза по сравнению с ЕС [11].

Литература

1. Алексеев А.В. Денежное предложение: предпосылка или допинг для экономического роста? // ЭКО. 2017. № 3. С. 48–59.

2. Воронова Н.С., Львова Н.А., Покровская Н.В. Детерминанты финансового развития в условиях евразийской интеграции // Проблемы современной экономики. 2018. № 1 (65). С. 6–11.

3. Новиков А.В. Финансирование инвестиций в основной капитал как драйвер роста экономики России и ее регионов // Сибирская финансовая школа. 2021. № 4 (144). С. 3–10.

4. Новиков А.В. Место и роль финансового рынка в экономическом развитии стран БРИКС / В сборнике: Актуальные направления научной мысли: проблемы и перспективы: Сборник материалов VII Всероссийской научно-практической (национальной) конференции. Новосибирск: Новосибирский государственный университет экономики и управления «НИНХ», 2021. С. 79–86.

5. Белобородько А.М., Безрукова А.А. Развитие фондовых бирж в институциональных моделях стран ЕАЭС. Проблемы интеграции // Вестник Московского государственного областного университета. Серия: Экономика. 2021. № 1. С. 8–19.

6. Касьянов Р.А. Регулирование рынка финансовых услуг по праву ЕС и ЕАЭС / дисс. ... д-ра юрид.

наук. 12.00.10. М.: Московский государственный институт международных отношений (университет), 2020. 554 с.

7. Касьянов Р.А. Организация деятельности финансовых регуляторов в Европейском союзе // Вестник МГИМО Университета. 2012. № 6 (27). С. 147–153.

8. Касьянов Р.А., Бегишева К.Ю. MIFID II и РОССИЯ: сопоставимо ли регулирование? // Законы России: опыт, анализ, практика. 2018. № 5. С. 86–91.

9. Vinokurov E. Introduction to the Eurasian Economic Union. Basingstoke: Publisher: Palgrave MacMillan, 2018. 211 p.

10. Knobel A., Lipin A., Malokostov A., Tarr D., Turdyeva N. Deep Integration in the Eurasian Economic Union: What Are the Benefits of Successful Implementation or Wider Liberalization? // Eurasian Geography and Economics. 2019. Vol. 60, Is. 2. PP. 177–210.

11. Gregorio A., Angeli A. The Eurasian Economic Union and the European Union: Moving Toward a Greater Understanding. The Hague: Eleven international Publishing, 2017. 223 p.

Сведения об авторе

Белобородько Александр Михайлович – кандидат экономических наук, доцент кафедры экономики и управления НОЧУ ВО «Московский экономический институт», Москва, Россия.
e-mail: alex_belob@mail.ru

Фадеекина Наталья Васильевна – д-р экон. наук, профессор, Заслуженный деятель науки и Заслуженный экономист Новосибирской области, профессор кафедры общественных финансов ФГБОУ ВО «Новосибирский государственный университет экономики и управления «НИНХ», главный редактор научного журнала «Сибирская финансовая школа», Новосибирск, Россия.
ORCID: 0000-0002-5864-9668
e-mail: fadeikinav@yandex.ru

ENDOGENIC FACTORS OF THE INSTITUTIONAL DEVELOPMENT OF THE EAEU FINANCIAL MARKET ON THE EXAMPLE OF LEGAL REGULATION OF THE DEVELOPMENT OF THE EUROPEAN UNION FINANCIAL SERVICES MARKET (MIFID II, MIFIR, MIFID II "QUICK FIX")

A. Beloborodko

Moscow Institute of Economics, Moscow, Russia

N. Fadeikina

Novosibirsk State University of Economics and Management, Novosibirsk, Russia

This article is devoted to the problem of the urgency and the possibility of using the EU experience in the development of the common financial market of the EAEU. The integration issue is considered in political, legal, and institutional aspects. The article has a general theoretical and legal character, therefore, the emphasis is placed on legal and doctrinal issues, special attention is paid to the analysis of the Treaty on the Eurasian Economic Union and its protocols, as well as identifying obstacles to the financial integration of the Union and ways to eliminate them. The article presents as an example for the EAEU markets mega-regulators in the EU financial markets and their impact on the eurozone economy during the COVID-19 period. The article proposes further steps required to consolidate financial integration and improve the future stability of the EAEU financial market.

Key words: integration, EAEU, European Union, financial markets, institutions, trading platforms

References

1. Alekseev A.V. Money supply: is it a prerequisite or dope for economic growth? *EKO*, 2017, No. 3, pp. 48–59. (In Russ.)
2. Voronova N.S., L'vova N.A., Pokrovskaya N.V. Determinants of financial development in the context of Eurasian integration, *Problemy sovremennoi ekonomiki*, 2018, No. 1 (65), pp. 6–11. (In Russ.)
3. Novikov A. Financing of investments in fixed assets as a driver of economic growth in Russia and its regions, *Sibirskaya finansovaya shkola*, 2021, No. 4 (144), pp. 3–10. (In Russ.)
4. Novikov A.V. The place and role of the financial market in the economic development of the BRICS countries, *Aktual'nye napravleniya nauchnoj mysli: problemy i perspektivy* [Actual Directions of Scientific Thought: Problems and Prospects], Proceedings of the VII All-Russian Scientific and Practical (National) Conference, Novosibirsk: Novosibirsk State University of Economics and Management "NSUEM", 2021, pp. 79–86. (In Russ.)
5. Beloborodko A.M., Bezrukova A.A. The development of stock exchanges in the institutional models of the EAEU countries. Problems of integration, *Vestnik Moskovskogo gosudarstvennogo oblastnogo universiteta. Ser. Ekonomika*, 2021, No. 1, pp. 8–19. (In Russ.)
6. Kasyanov R.A. Regulation of the financial services market under the law of the EU and the EAEU, thesis ... Doc. of Law, Moscow: Moscow State Institute of International Relations (University), 2020, 554 p.
7. Kasyanov R.A. Organization of activity of financial regulators in the European Union, *Bulletin of MGIMO University*, 2012, No. 6 (27), pp. 147–153. (In Russ.)
8. Kasyanov R.A., Begicheva K.Yu. MIFID II and Russia: is regulation comparable? *Zakony Rossii: opyt, analiz, praktika*, 2018, No. 5, pp. 86–91. (In Russ.)
9. Vinokurov, Ev. (2018). Introduction to the Eurasian Economic Union. Basingstoke: Publisher: Palgrave MacMillan. Pages: XXIII, 211
10. Knobel A., Lipin A., Malokostov A., Tarr D., Turdyeva N. Deep Integration in the Eurasian Economic Union: What Are the Benefits of Successful Implementation or Wider Liberalization? *Eurasian Geography and Economics*, 2019. Vol. 60, Is. 2. pp. 177–210.
11. Gregorio A., Angeli A. The Eurasian Economic Union and the European Union: Moving Toward a Greater Understanding. The Hague: Eleven international Publishing, 2017. 223 p.

Information about the author

Alexandr M. Beloborodko – Candidate of Economic Sciences, Associate Professor, Economics and management department Moscow Institute of Economics, Moscow, Russia.
e-mail: alex_belob@mail.ru

Natal'ya V. Fadeikina – Doctor of Economics, Professor, Honored Scientist and Honored Economist of the Novosibirsk Region, Professor of Public finance department Novosibirsk State University of Economics and Management (NSUEM), Editor-in-Chief of the scientific journal "Siberian Financial School", Novosibirsk, Russia.
ORCID: 0000-0002-5864-9668
e-mail: fadeikinav@yandex.ru

