

Правовые аспекты формирования общего биржевого пространства ЕАЭС в свете наилучших практик интеграционных объединений

Резюме. Формирование общего биржевого пространства ЕАЭС является неотъемлемой составляющей развития общего финансового рынка и осуществляется на основе Плана мероприятий, утвержденного Коллегией ЕЭК в 2020 г., и Концепции создания общего финансового рынка, принятой Высшим Евразийским экономическим советом в 2019 г. Разработаны и согласованы почти со всеми государствами — членами ЕАЭС проекты двух международных договоров, которые послужат фундаментом общего биржевого пространства. Суть этих соглашений заключается в предоставлении национального режима внутри ЕАЭС профессиональным участникам и ценным бумагам, зарегистрированным в других государствах-членах. Посредством обзора практики ряда европейских, африканских и латиноамериканских интеграционных объединений авторы выделили важнейшие элементы правового регулирования общего биржевого пространства, которые могут быть использованы в ЕАЭС. Гармонизация законодательства государств — членов интеграционных объединений эффективна в тех случаях, когда в ее основание положены правовые акты органов интеграции прямого действия или правовые акты, обязывающие государства-члены изменить национальное законодательство. Данная гармонизация может базироваться также на модельных или типовых законах либо рекомендациях финансовых органов интеграционных объединений. Административное сотрудничество национальных регуляторов рынка ценных бумаг воплощается в учреждении постоянно действующего органа, объединяющего таких регуляторов и обеспечивающего контакты не только на уровне руководителей национальных ведомств, но и на более низком уровне. С учетом санкционных рисков и геополитической турбулентности наднациональный орган в настоящее время может быть создан с акцентом на «мягкое» правотворчество.

Ключевые слова: интеграционное объединение; общий финансовый рынок; общее биржевое пространство; гармонизация; взаимное признание; наднациональный орган; гармонизация; право ЕАЭС

Для цитирования: Лифшиц И. М., Смбалян А. С. Правовые аспекты формирования общего биржевого пространства ЕАЭС в свете наилучших практик интеграционных объединений. *Lex russica*. 2025. Т. 78. № 5. С. 113–129. DOI: 10.17803/1729-5920.2025.222.5.113-129

Благодарности. Статья подготовлена в рамках НИР по заказу Минэкономразвития России на тему «Оценка результатов I этапа Концепции формирования общего финансового рынка ЕАЭС до 2025 г., разработка предложений по совершенствованию второго этапа с учетом интересов России и новых условий функционирования ЕАЭС», шифр темы: П125-10-24.

Legal Aspects of the Formation of the Common EAEU Exchange Space in the Light of Best Practices of Integration Associations

Ilya M. Lifshits

Anait S. Smbatyan

Russian Foreign Trade Academy

Moscow, Russian Federation

Abstract. The formation of the EAEU common exchange space (CES) is an integral component of the common financial market and is carried out on the basis of the Action Plan approved by the EEC Board in 2020, as well as on the basis of the Concept of Creating a Common Financial Market adopted by the Supreme Eurasian Economic Council in 2019. Drafts of two international treaties, which will form the basis of the CES, have been developed and agreed with almost all the EAEU member States. The essence of these agreements is to provide national treatment within the EAEU to professional participants and securities registered in other member states. Based on a review of the practice of a number of European, African and Latin American integration associations, the authors have identified the main elements of the legal regulation of the CES that can be used in the EAEU. The harmonization of the legislation of the member States of integration associations is effective in cases where it is carried out on the basis of legal acts of integration bodies having direct application or on the basis of legal acts obliging the member States to amend national legislation. Such harmonization can also be carried out on the basis of model laws or recommendations of financial authorities of integration associations. The administrative cooperation of national securities market regulators is carried out via the creation of a permanent body that unites such regulators and ensures contacts not only at the level of heads of national departments, but also at a lower level. Taking into account the sanctions risks and geopolitical turbulence, a supranational body can currently be created with an emphasis on «soft» law-making.

Keywords: integration association; common financial market; common exchange space; harmonization; mutual recognition; supranational body; harmonization; EAEU law

Cite as: Lifshits IM, Smbatyan AC. Legal Aspects of the Formation of the Common EAEU Exchange Space in the Light of Best Practices of Integration Associations. *Lex Russica*. 2025;78(5):113-129. (In Russ.). DOI: 10.17803/1729-5920.2025.222.5.113-129

Acknowledgements. The paper was prepared as part of a research project commissioned by the Ministry of Economic Development of the Russian Federation on the topic «Assessment of the results of the first stage of the Concept of forming the common financial market of the EAEU until 2025, development of proposals for improving the second stage, taking into account the interests of Russia and the new conditions of functioning of the EAEU», topic code: P125-10-24.

Введение

Мировая практика формирования общего биржевого пространства (ОБП) в интеграционных объединениях подтверждает необходимость установления единого правового режима осуществления профессиональной деятельности по организации торгов, клиринговой и депозитарной деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг, а также

необходимость определения правил доступа эмиссионных ценных бумаг к торгам внутри объединения. В ЕАЭС вопросы построения ОБП затронуты в Концепции создания общего финансового рынка Союза¹ и Плане мероприятий («дорожной карте») по формированию общего биржевого пространства в рамках ЕАЭС². На текущий момент подготовлены проекты двух соглашений: о допуске брокеров и дилеров одного государства — члена ЕАЭС к участию в

¹ Утверждена решением Высшего Евразийского экономического совета от 01.10.2019 № 20 // URL: <https://ees.eaeunion.org/comission/department/dofp/conception.php> (дата обращения: 12.09.2024).

² Утвержден распоряжением Коллегии Евразийской экономической комиссии от 03.11.2020 № 159 // URL: https://docs.eaeunion.org/docs/ru-ru/01427627/err_06112020_159 (дата обращения: 31.08.2024).

организованных торгах бирж (организаторов торговли) других государств-членов³ и о трансграничном допуске к размещению и обращению ценных бумаг на организованных торгах в государствах — членах ЕАЭС⁴. Ни одно из них пока не подписано, однако эти соглашения в совокупности с программным документом, Концепцией⁵, дают представление о направлениях правовой мысли государств — членов ЕАЭС.

Так, первое соглашение предусматривает предоставление национального режима государством регистрации биржи для допуска брокеров и дилеров другого государства-члена (п. 4 ст. 2 проекта), при этом такой допуск предоставляется на основе лицензии, выданной в государстве происхождения брокера/дилера (п. 5 ст. 2), то есть фактически соглашение устанавливает взаимное признание лицензий. Интересно при этом, что иностранный брокер/дилер не обязан соблюдать лицензионные требования к профессиональной деятельности и следовать пруденциальным нормативам, установленным в стране регистрации биржи (п. 8 ст. 2). Уполномоченный орган страны регистрации биржи вправе проводить проверки иностранного брокера/дилера и применять меры воздействия (п. 1, 3 ст. 6).

Второе соглашение возлагает на государство, в котором находится биржа, обязательство предоставить национальный режим для допуска ценных бумаг, зарегистрированных в другом государстве-члене (п. 2 ст. 2 проекта), кроме того, устанавливается обязанность эмитента раскрывать информацию по правилам государства своего нахождения и государства регистрации биржи (п. 1 ст. 7), а уполномоченному органу последнего государства предоставлено право проверять процесс размещения и/или обращения допущенных к торговле ценных бумаг и привлекать эмитента и его должностных лиц к ответственности за правонарушения на финансовом рынке (п. 1, 4 ст. 8).

Дорожная карта формирования ОБП, помимо подписания двух названных соглашений, предусматривает построение системы раскрытия корпоративной и финансовой информации, гармонизацию законодательства государств-членов в части требований к корпоративному

управлению, разработку международного договора в рамках Союза о правовой помощи и взаимодействии по уголовным и административным делам в финансовой сфере, оценку целесообразности разработки международного договора о принципе окончательности расчетов и изучение вопроса создания института центрального контрагента.

В первой части статьи проанализирована практика отдельных интеграционных объединений на предмет выявления общих закономерностей и тенденций. Во второй дана оценка состояния законодательства государств — членов ЕАЭС в области биржевой торговли ценными бумагами. В завершение представлены рекомендации для ЕАЭС в свете наилучших мировых практик создания ОБП.

Анализ международной практики формирования общего биржевого пространства

Европейский Союз

В течение последних десятилетий в ЕС были предприняты значительные усилия по построению общего (единого) рынка капиталов, частью которого является ОБП. Принятая в 1979 г. первая директива (79/279/ЕЕС), относящаяся непосредственно к обращению ценных бумаг, была посвящена допуску ценных бумаг к листингу на биржах. За ней последовали Директива о формулярах листинга 1980 г. (80/390/ЕЕС), Директива о промежуточных отчетах 1982 г. (82/121/ЕЕС) и Директива об информации, подлежащей опубликованию в случае приобретения или отчуждения крупного пакета акций, 1988 г. (88/627/ЕЕС). Вторая директива (89/298/ЕЕС) еще более определенно высказалась в отношении допуска ценных бумаг к официальному листингу на фондовых биржах, установив, что такой допуск ставится в зависимость от публикации информационного листа (information sheet), называемого «формуляр листинга» (listing particular), предварительно одобренного компетентным органом.

В конце 80-х — начале 90-х гг. был принят ряд директив, посвященных рынку ценных бумаг, в частности Директива о проспектах 1989 г.

³ Утвержден распоряжением Коллегии Евразийской экономической комиссии от 25.04.2023 № 56 // URL: https://docs.eaeunion.org/docs/ru-ru/01441138/err_28042023_56 (дата обращения: 31.08.2024).

Распоряжением Коллегии ЕЭК от 23.07.2024 № 110 одобрен проект распоряжения Совета Коллегии ЕАЭС о проекте данного соглашения, в котором государствам — членам ЕАЭС предложено в течение 90 дней проинформировать Комиссию о ходе выполнения внутригосударственных процедур, необходимых для

(89/298/ЕЕС), Директива об инсайдерских операциях 1989 г. (89/592/ЕЕС) и Директива об инвестиционных услугах 1993 г. (93/22/ЕЕС). Директивой о проспектах введен единый проспект общего рынка для первоначальных публичных предложений ценных бумаг, по которым как предполагается, так и не предполагается получать допуск к официальному листингу. Директива об инвестиционных услугах установила так называемый единый паспорт для инвестиционных фирм и банков для работы на фондовом рынке всех государств-членов, закрепив принцип взаимного признания (*mutual recognition*). Последний заключается в признании принимающим государством (*host state*) разрешения на осуществление деятельности, выданного инвестиционной фирме государством ее происхождения (*home state*). Провозглашен также принцип надзора в государстве происхождения (*home member state supervision*). Эта Директива была своего рода кодексом фондовых операций ЕС, отменена только с введением в действие новой комплексной Директивы 2004 г. о рынках финансовых инструментов (*MiFID 2004/39/ЕС*). С принятием Директивы об инвестиционных услугах впервые правом ЕС стало регулироваться приобретение статуса регулируемого рынка.

Несмотря на значительные усилия ЕС, принятые для гармонизации фондового регулирования в целях создания единого рынка финансовых услуг, Европейская комиссия в конце 1990-х гг. оценила такое регулирование как эпизодическое и недостаточно развитое. Необходимо было заменить фрагментарный подход, применявшийся около 30 лет, комплексной регулятивной системой. Комитетом министров экономики и финансов (ЭКОФИН) в 2000 г. был учрежден независимый форум, известный как Комитет мудрецов, под председательством барона А. Ламфалусси. Работа Комитета оказалась настолько успешной, что весь процесс реформирования европейского фондового регулирования получил название процесса Ламфалусси. Образование единого финансового рынка к 2004 г. было связано с реализацией плана Ламфалусси⁶, результатами введения евро и осуществления Плана действий в сфере финансовых услуг, включавшего несколько десятков правовых и организационных мероприятий⁷. Предусматривалось обновление и расширение гармонизирующих национальное финансовое законодательство директив, создание трех комитетов с целью сближения надзорных практик государств-членов и принятия рекомендаций, призванных привести к

подписания Соглашения (URL: https://docs.eaeunion.org/docs/ru-ru/01445382/err_26072024_110 (дата обращения: 31.08.2024)). Вместе с тем из другого акта следует, что внутригосударственное согласование проекта завершено во всех государствах-членах (Отчет о ходе исполнения плана мероприятий по гармонизации законодательства государств — членов ЕАЭС в сфере финансового рынка за 2023 год, приложение к Распоряжению Коллегии Комиссии от 25.06.2024 № 91. С. 23 // URL: <https://docs.eaeunion.org/documents/430/8200/> (дата обращения: 31.08.2024)).

⁴ Утвержден распоряжением Коллегии Евразийской экономической комиссии от 20.09.2022 № 164 // URL: https://docs.eaeunion.org/docs/ru-ru/01436218/err_22092022_164 (дата обращения: 31.08.2024).

По информации Комиссии, внутригосударственное согласование проекта завершено во всех государствах-членах, кроме Республики Казахстан. См.: Отчет о ходе исполнения плана мероприятий по гармонизации законодательства государств — членов ЕАЭС в сфере финансового рынка за 2023 год, приложение к Распоряжению Коллегии Комиссии от 25.06.2024 № 91. С. 24.

Проект одобрен Российской Федерацией распоряжением Правительства РФ от 18.05.2023 № 1290-р // URL: <http://government.ru/docs/all/147636/>.

⁵ Некоторые исследователи относят Концепцию к доктринально-правовым или к мягко-правовым актам. См.: Малько А. В., Гайворонская Я. В. Доктринальные акты как основной инструмент правовой политики // Право. Журнал Высшей школы экономики. 2018. № 1. С. 7; Яковлева М. А. Финансово-правовое значение Концепции формирования общего финансового рынка Евразийского экономического союза // Вестник Московского университета. Серия 26, Государственный аудит. 2020. № 4. С. 86.

⁶ Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets. Brussels, 15 February 2001 // URL: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/lamfalussy_report.pdf (дата обращения: 31.08.2024).

⁷ Financial Services: implementing the framework for the financial markets : Action Plan. Communication of the Commission COM (1999) 232, 11.05.1999.

единому стандарту поведение участников финансового рынка.

Под влиянием глобального финансового кризиса в 2010 г. проведена реформа финансового надзора ЕС, заключающаяся в учреждении трех надзорных органов: Европейского банковского органа — ЕБО (Регламент 1093/2010), Европейского органа по страхованию и профессиональным пенсиям — EIOPA (Регламент 1094/2010) и Европейского органа по ценным бумагам и рынкам — ESMA (Регламент 1095/2010), а также общего для трех секторов Европейского совета по системным рискам — ESRB (Регламент 1096/2010). Надзорные органы, начавшие работу в 2011 г., совместно с национальными финансовыми регуляторами образуют Европейскую систему финансовых регуляторов — European System of Financial Supervisors, ESFS.

Полномочия этих органов были серьезно расширены по сравнению с полномочиями их правопреемников, учрежденных в 2001–2004 гг. в качестве комитетов. Если в банковской сфере надзор за крупными (значимыми) банками в 2014 г. был передан на уровень Европейского центрального банка⁸, то в фондовой сфере полномочия по надзору за осуществлением соответствующих видов деятельности практически полностью остались за компетентными органами государств — членов ЕС. Исключение составляют кредитно-рейтинговые агентства, торговые репозитории и репозитории сделок по секьюритизации, находящиеся под надзором ESMA.

Европейский орган по ценным бумагам и рынкам координирует деятельность нацио-

нальных регуляторов, разрабатывает проекты нормативных правовых актов в своей области, рассматривает споры между национальными регуляторами, а в чрезвычайных случаях имеет право давать им и профессиональным участникам рынка обязательные предписания. Для обеспечения консультаций с заинтересованными лицами в сфере компетенции органа создана Группа заинтересованных лиц по ценным бумагам и рынкам (Securities and Markets Stakeholder Group), состоящая из 30 членов, 13 из которых представляют участников финансового рынка, оперирующих на рынке ЕС; 13 — их работников, а равно потребителей, пользователей финансовых услуг и субъектов малого и среднего бизнеса; четверо являются независимыми учеными с высшим рейтингом (top-ranking academics). По аналогии с Банковским союзом проводятся мероприятия, направленные на создание Союза рынков капитала (Capital Markets Union)⁹, который станет основой для еще большей централизации функций регулирования фондового рынка. Ведущий европейский исследователь Ниамх Молони (Niamh Moloney) назвал дату начала работы ESMA эпохальным днем для регулирования финансовых рынков ЕС¹⁰.

В настоящее время на уровне ЕС установлены обязательные правила¹¹, составляющие нормативную основу ОБП в таких сферах, как: 1) порядок осуществления деятельности профессиональных участников рынка капиталов: инвестиционных фирм, включая брокеров и дилеров, а также регулируемых рынков, в том числе фондовых бирж¹²; 2) порядок организации расчетной инфраструктуры на рынке цен-

⁸ Council Regulation (EU) No. 1024/2013 of 15 October 2013 conferring specific tasks on the European Central Bank concerning policies relating to the prudential supervision of credit institutions // OJ L 287. 29.10.2013. P. 63–89.

⁹ Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, A Capital Markets Union for People and Businesses-New Action Plan COM/2020/590 final.

Критику Союза рынков капитала как эффективной архитектуры для регулирования рынка см.: *Bavoso V. Market-Based Finance, Debt and Systemic Risk: A Critique of the EU Capital Markets Union* // *Accounting, Economics, and Law : A Convivium*. 2018. P. 1–26.

¹⁰ *Moloney N. The European Securities and Markets Authority and Institutional Design for the EU Financial Market — A Tale of Two Competences. Part 1: Rule-Making* // *European Business Organization Law Review*. 2015. No. 12. P. 43.

¹¹ Обзор правовых актов ЕС в финансовой сфере см.: *Overview of financial services legislation* // URL: https://finance.ec.europa.eu/regulation-and-supervision/financial-services-legislation/overview-financial-services-legislation_en (дата обращения: 31.08.2024).

¹² Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU (recast). Text with EEA relevance // OJ L 173. 12.06.2014. P. 349–496.

ных бумаг¹³; 3) порядок допуска к торговле эмиссионных ценных бумаг, а также раскрытия информации об эмитенте (финансовые и натуральные показатели деятельности, рыночные условия, информация о руководстве компании и т.д.)¹⁴; 4) порядок осуществления торговли на рынке капитала¹⁵.

Регулирование сферы финансовых услуг в ЕС, в том числе ОБП, основано на следующих принципах:

1) разрешительный (лицензионный) порядок осуществления деятельности регулируемого рынка (фондовой биржи) и инвестиционной фирмы, в том числе управляющей многосторонней торговой площадкой (multilateral trading facility — MTF) и организованной торговой площадкой (organized trading facility — OTF);

2) установление на уровне ЕС основных требований к соискателю лицензии, в частности требований к капиталу, организационной структуре, системе внутреннего контроля, к правилам оказания услуг и торговли (для MTF и OTF), правилам защиты инвесторов, прозрачности рынка и правилам добросовестной практики совершения операций;

3) взаимное признание лицензий на осуществление инвестиционной деятельности в сфере ценных бумаг, выражающееся во введении так называемых общеевропейских паспортов, а также допуск ценных бумаг, зарегистрированных в одном государстве, к размещению на биржах всего ЕС; возможность удаленного доступа к регулируемым рынкам (биржам) без необходимости физического присутствия в государстве пребывания такой биржи (ст. 36 Директивы MIFID);

4) предоставление доступа к расчетной инфраструктуре (центральному контрагенту, кли-

ринговым и расчетным системам) для инвестиционных компаний других государств-членов (ст. 37 Директивы MiFID);

5) право инвестиционной фирмы открывать филиалы и запрет для государств-членов устанавливать для таких филиалов дополнительные требования по сравнению с установленными базовой Директивой MiFID;

6) надзор страны происхождения инвестиционной фирмы и регулируемого рынка;

7) сотрудничество надзорных органов;

8) введение единых стандартов осуществления профессиональной деятельности на территории ЕС;

9) разделение торговых, пост-торговых (клиринг, поставка против платежа) и депозитарных операций (хранение ценных бумаг, функция налогового агента);

10) защита общих ценностей (public values): добросовестности финансовых практик на рынке и стабильности финансовой системы, прозрачности рынка и финансовых продуктов; защита инвесторов;

11) обеспечение равных условий конкуренции и предотвращение регулятивного арбитража (недобросовестной конкуренции право порядков разных государств-членов)¹⁶.

Среди авторитетных европейских объединений участников рынка следует назвать Федерацию европейских фондовых бирж (The Federation of European Securities Exchanges — FESE)¹⁷, которая объединяет 35 бирж из 30 стран. На конец 2021 г. почти 10 тыс. публичных компаний с общей капитализацией 11 426 747,24 млн евро¹⁸ имели листинг на биржах — членах Федерации. Это объединение выполняет как информационную функцию, так и регулятивную.

¹³ Regulation (EU) No. 648/2012 of the European Parliament and of the Council of 4 July 2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories. Text with EEA relevance // OJ L 201. 27.07.2012.

¹⁴ Regulation (EU) 2017/1129 of the European Parliament and of the Council of 14 June 2017 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading on a regulated market, and repealing Directive 2003/71/EC. Text with EEA relevance // OJ L 168. 30.06.2017. P. 12–82.

¹⁵ Regulation (EU) No. 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC. Text with EEA relevance // OJ L 173. 12.06.2014. P. 1–61.

¹⁶ См. более подробно: *Лифшиц И. М.* Правовое регулирование рынка ценных бумаг в Европейском Союзе : монография. М. : Статут, 2012. С. 112–135.

¹⁷ URL: <https://www.fese.eu/> (дата обращения: 31.08.2024).

¹⁸ URL: <https://www.fese.eu/statistics/> (дата обращения: 31.08.2024).

Западноафриканские интеграционные объединения

Западноафриканский экономический и валютный союз (ЗАЭВС) поставил цель создания общего рынка, основанного на четырех «свободах передвижения»: свободном передвижении товаров, лиц, услуг и капиталов. В данном объединении не только устранены внутренние барьеры на перемещение товара, но и осуществляется регулирование как косвенных, так и прямых налогов, в том числе по обложению операций с ценными бумагами¹⁹. Как отмечают исследователи, в этих вопросах право ЗАЭВС опережает многие другие интеграционные правовые порядки, включая право ЕС²⁰. С 1998 г. в Абиджане (Кот-д'Ивуар) действует Региональная фондовая биржа — прообраз единых фондового и финансового рынков²¹. В составе актов вторичного права ЗАЭВС, помимо регламентов, обладающих прямым действием, директив и решений (аналогия с ЕС), имеются циркуляры и инструкции Банковской комиссии и Регионального совета по публичным сбережениям и финансовым рынкам²². Кроме того, принимаются рамочные (единообразные) законы, утверждаемые Советом министров ЗАЭВС и вводимые в действие в идентичной редакции парламентами государств-членов²³.

В учредительном договоре другого интеграционного объединения — Экономического сообщества западноафриканских государств (ЭКОВАС) поставлена цель улучшить многостороннюю систему клиринга платежных операций между государствами-членами²⁴. Для обеспечения свободного движения капитала предусмотрено создание Комитета по вопро-

сам капитала (Capital Issues Committee), в задачи которого входит развитие национальных и региональных бирж, обеспечение связи между ними, обеспечение широкого использования биржевых котировок²⁵.

В западноафриканском регионе учрежден Совет по интеграции рынков капитала, в состав которого входят руководители фондовых бирж зоны ЗАЭВС, а также Кабо Верде, Ганы и Сьерра-Леоне (WACMIC). Комитет принял трехэтапную программу интеграции: Спонсируемый доступ (этап I), Квалифицированный западноафриканский брокер (этап II) и Полностью интегрированный западноафриканский рынок ценных бумаг (этап III)²⁶. На первом этапе доступ иностранных брокеров осуществляется через локального профессионального участника (спонсора), который проводит заявку иностранного брокера через свою систему внутреннего контроля. На втором этапе будет происходить лицензирование иностранных брокеров, которые получают те же права, что и локальный участник рынка. На третьем этапе планируется создать рынок, который будет отображать операции всех участвующих в нем фондовых бирж. Данная инициатива стала общим проектом для двух интеграционных объединений — ЗАЭВС и ЭКОВАС.

Южноамериканский общий рынок (МЕРКОСУР)

В МЕРКОСУР в 1991 г. создана Комиссия по фондовому рынку, участниками которой являются национальные регуляторы фондовых рынков. Основные цели Комиссии — мониторинг процесса регулирования фондовых рынков стран-членов, поиск путей гармонизации стандартов и надзорной практики для дости-

¹⁹ Директива 02/2010/CM/UEMOA о гармонизации налогообложения ценных бумаг в государствах — членах ЗАЭВС.

²⁰ Интеграционное право : учебник / В. В. Блажеев, С. Ю. Кашкин, П. А. Калиниченко [и др.] ; отв. ред. С. Ю. Кашкин. М. : Проспект, 2023. С. 539.

²¹ URL: <https://www.mid.ru/tv/?id=1730729&lang=ru> ; URL: <https://www.umoatitres.org/fr/partenaires/bourse-regionale-valeurs-mobilieres-brvm/> (дата обращения: 31.08.2024).

²² URL: <http://www.bceao.int/> ; URL: <http://www.crepmf.org/> ; URL: <https://www.umoatitres.org/en/le-conseil-regional-de-lepargne-publique-et-des-marches-financiers-crepmf/> (дата обращения: 31.08.2024).

Пример акта: Инструкция No. 80/AMF/UMOA/2023 о требованиях к информационным системам Центрального депозитария / Расчетного банка (DC/BR).

²³ Интеграционное право : учебник. С. 530.

²⁴ ECOWAS Revised Treaty, Art. 51 // URL: <https://www.ecowas.int/wp-content/uploads/2022/08/Revised-treaty-1.pdf> (дата обращения: 31.08.2024).

²⁵ ECOWAS Revised Treaty, Art. 53.

²⁶ См.: сайт Западноафриканского монетарного института. URL: https://www.wami-ima.org/en/integration-projects/capital-market-integration?language_content_entity=en (дата обращения: 31.08.2024).

жения интеграции посредством трансграничной торговли услугами. Для достижения этих целей определено минимальное регулирование, включающее стандартизацию подготовки, представления и раскрытия бухгалтерской информации и финансовой отчетности, регулирование деятельности участников финансового рынка. В 1993 г. принято Решение Совета общего рынка о минимальном регулировании финансового рынка на основании Рекомендации № 8/93 рабочей подгруппы № 4 «Бюджетно-денежная политика, связанная с торговлей»²⁷. Регулирование предполагалось проводить в рамках сделок с ценными бумагами, выпущенными публичными обществами стран — членов МЕРКОСУР, за исключением государственных долговых ценных бумаг.

В данном Решении урегулированы положения, касающиеся регистрации компаний-эмитентов, эмиссии ценных бумаг, стандартизации информации, прав акционеров, паевых инвестиционных фондов, бирж и посредников, независимых аудиторов и др. Решение Совета общего рынка № 8/93 действует в настоящее время и дополнено Решением Совета общего рынка № 31/10 «Минимальные правила финансового рынка капитала в отношении подготовки и раскрытия финансовой отчетности», принятым в 2010 г.²⁸ Авторизованные государства — участниками МЕРКОСУР компании, размещающие публичную оферту на ценные бумаги в рамках блока, должны представлять свою квартальную и годовую финансовую отчетность в соответствии с требованиями Международных стандартов финансовой отчетности (МСФО). Разработан документ с идеями создания регионального рынка ценных бумаг и ведется работа над рамочными соглашениями для обеспечения равной конкуренции в процессе размещения ценных бумаг на едином интегрированном рынке²⁹.

С целью создания регионального фондового рынка Комиссией по фондовым рынкам

МЕРКОСУР были обозначены положения для гармонизации в области государственных облигаций, публичной оферты частных ценных бумаг, паевых инвестиционных фондов; мер по регулятивному сотрудничеству, взаимодействию физических лиц, арбитражному разрешению споров, взаимному признанию выпусков ценных бумаг при наличии паспорта МЕРКОСУР. Ежегодно обновляемая статистическая информация — один из факторов, содействующих интеграции. Кроме того, на каждом заседании Комиссии по фондовым рынкам МЕРКОСУР рассматриваются законодательные изменения в сфере финансовых рынков каждого государства-члена, что закрепляется в протоколах по результатам заседаний.

Латиноамериканский интегрированный рынок (MILA) — Тихоокеанский альянс

Латиноамериканский интегрированный рынок (Mercado Integrado Latinoamericano — MILA) представляет собой результат соглашения, подписанного между Фондовой биржей Сантьяго, Колумбийской фондовой биржей, Фондовой биржей Лимы и Мексиканской фондовой биржей, а также депозитариями ценных бумаг Deceval, DCV, Cavali и Indeval, которые составляют региональный рынок ценных бумаг четырех стран: Чили, Колумбии, Перу и Мексики. Миссия MILA — интеграция рынков ценных бумаг стран-членов и содействие росту финансового бизнеса при обеспечении лучших условий для инвестиций, диверсификации, ликвидности и финансирования³⁰. Данная инициатива получила поддержку Тихоокеанского альянса после присоединения к ней рынка ценных бумаг Мексики в 2014 г. Тихоокеанский альянс является интеграционной межправительственной организацией, в состав которой входят указанные страны. Тихоокеанский альянс был создан в апреле 2011 г. на основании Рамочного соглашения, которое вступило в силу в июле 2015 г.³¹

²⁷ MERCOSUR/CMC/DEC, No. 8/93, Regulacion Minima Del Mercado De Capitales // URL: https://www.sgt4.mercosur.int/es-es/Documents/Regulacion_Minima_CMVM_DEC_08_1993.pdf (дата обращения: 31.08.2024).

²⁸ Decisión No. 31/10 del CMC: Reglamentación mínima del mercado de capitales sobre la elaboración y divulgación de los estados financieros // URL: <https://normas.mercosur.int/public/normativas/2341> (дата обращения: 31.08.2024).

²⁹ URL: <https://www.sgt4.mercosur.int/es-es/comisiones/mercado-de-valores> (дата обращения: 31.08.2024).

³⁰ URL: <https://www.bolsadesantiago.com/mila> (дата обращения: 31.08.2024).

³¹ Acuerdo marco de la Alianza del Pacifico // URL: <https://alianzapacifico.net/instrumentos-acuerdo-marco-de-la-alianza-del-pacifico/> (дата обращения: 31.08.2024).

В пределах Тихоокеанского альянса в сфере финансовой интеграции действует Совет министров финансов, учрежденный на основании Декларации Паракаса в 2015 г.³² В рабочей повестке Декларации закреплялась необходимость консолидации MILA, для чего предполагалось применение мер по взаимному признанию эмитентов при первичном публичном размещении ценных бумаг, расширению инструментов торговли на различных платформах. Следующим шагом в развитии финансовой интеграции фондовых рынков стала инициатива 2017 г. по разработке *Фондового паспорта*, который позволяет авторизованным инвестиционным фондам участвовать в торговле в каждой стране блока, таким образом облегчая доступ на новые рынки и расширяя первичное публичное предложение для локальных инвесторов. Для этого была провозглашена совместная декларация надзорных органов и министров финансов четырех стран-участниц, а также приняты некоторые правила по торговле в рамках открытых и коллективных фондов³³.

В регионе Латинской Америки действуют две ассоциации фондовых бирж: Американская ассоциация рынков капитала (AMERCA)³⁴ и Иберо-американская федерация фондовых бирж (Federación iberoamericana de bolsas — FIAB)³⁵.

Оценка интеграционного сотрудничества государств — членов ЕАЭС в направлении формирования общего биржевого пространства

Правовой режим осуществления профессиональной деятельности по организации торгов в законодательстве государств — членов ЕАЭС

Правовой режим осуществления профессиональной деятельности по организации торгов в законодательстве государств — членов Союза различается, но не до степени непреодолимых противоречий. Так, в законодательстве России *термин «биржа»* определен весьма формально как «организатор торговли, имеющий лицензию биржи»³⁶, в то время как в законодательстве остальных государств — членов ЕАЭС даны более развернутые определения. В Армении центральная роль в регулировании организованной торговли принадлежит оператору регулируемого рынка, коим выступает лицо (лица), организующее (организующие) деятельность регулируемого рынка³⁷. В России иностранным брокерам дозволено принимать участие в организованных торгах иностранной валютой и в организованных торгах, на которых заключаются договоры, являющиеся производными финансовыми инструментами³⁸. В Армении допускается оказание инвестиционных услуг иностранными лицами, но при условии создания на территории страны дочерней компании или филиала³⁹.

Интересно, что в законодательстве Армении отсутствуют понятия «брокер», «брокерская деятельность». Вместо них употребляются «лица, предоставляющие инвестиционные услуги», «инвестиционные услуги», «услуги

³² Declaracion de Paracas, 2015 // URL: <https://alianzapacifico.net/download/declaracion-de-paracas-julio-20-de-2015/> (дата обращения: 31.08.2024).

³³ Declaración de Intención para la creación del Pasaporte Vehículo de Inversión Colectiva de la Alianza // URL: <https://alianzapacifico.net/wp-content/uploads/2.1.1.-Declaracio%CC%81n-de-Intenciones-sobre-el-establecimiento-del-Pasaporte-de-Vehi%CC%81culos-de-Inversio%CC%81n-Colectiva.pdf> (дата обращения: 31.08.2024).

³⁴ См.: Bolletin engoque Amerca. 2023. № 17. URL: <https://www.bolsanic.com/wp-content/uploads/amerca/BOLETINENFOQUEAMERCAN17.pdf> (дата обращения: 31.08.2024).

³⁵ Federación iberoamericana de bolsas // URL: <https://www.fiabnet.org/index.php> (дата обращения: 31.08.2024).

³⁶ Ст. 8 Федерального закона от 21.11.2011 № 325-ФЗ «Об организованных торгах» // СЗ РФ. 2011. № 48. Ст. 6726.

³⁷ П. 32 ст. 3 Закона Республики Армения от 11.10.2007 НО-195-N «О рынке ценных бумаг» // Правовая система «Континент». URL: <https://continent-online.com/> (дата обращения: 20.08.2024).

³⁸ П. 3–4 ст. 16 Федерального закона «Об организованных торгах».

³⁹ Ст. 49 Закона Армении «О рынке ценных бумаг».

дополнительного характера». В Беларуси и Киргизии участие в биржевой торговле нерезидентов не предусматривается. В Казахстане такое участие возможно при условии, что иностранные дилеры и (или) иные юридические лица — члены фондовой биржи и (или) клиринговые участники клиринговой организации являются клиентами центрального депозитария⁴⁰. Исследователи отмечают, что «фондовые биржи в странах ЕАЭС закрепляют различные требования и условия для получения допуска к участию в торгах на них»⁴¹.

Законодательство всех государств — членов ЕАЭС устанавливает детализированные *правила выдачи лицензий* на осуществление деятельности на рынке ценных бумаг. Срок действия лицензий не ограничен. Что касается *совмещения профессиональных видов деятельности* на рынке ценных бумаг, то по данному вопросу есть расхождения. Так, в Киргизии имеется возможность совмещения брокерской, дилерской деятельности и деятельности по доверительному управлению инвестиционными активами; депозитарной, клиринговой деятельности и деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг⁴².

В России запрещено совмещение деятельности по ведению реестра с другими видами профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, за исключением депозитарной деятельности⁴³, а в Казахстане, например, это возможно.

Глубина *требований к профессиональным участникам рынка ценных бумаг* государств — членов ЕАЭС различна. В то время как законодательство Беларуси⁴⁴ и Киргизии⁴⁵ содержит лишь квалификационные и технические требования, в России весьма подробно прописаны положения, касающиеся системы внутреннего контроля профессионального участника рынка ценных бумаг, управления рисками, выявления конфликта интересов и др. вопросов⁴⁶. Наличие биржевого совета предусмотрено только в России⁴⁷. *Правила ведения реестра владельцев ценных бумаг* в странах Союза детализированы неодинаково. Если в Киргизии⁴⁸ и Казахстане⁴⁹ закреплены только общие формулировки в отношении ведения такого реестра, то законодательство России проработано детально: в него включены такие вопросы, как понятие деятельности по ведению реестра владельцев ценных бумаг и самого реестра, порядок ведения записей о лицах, которым открыты лицевые счета, и записей о ценных бумагах, детально регламентированы обязанности держателя реестра⁵⁰.

В Армении существует возможность создания филиалов и представительств иностранных участников рынка ценных бумаг. В России к публичному обращению могут быть допущены ценные бумаги иностранных эмитентов, подпадающих под строго определенные категории⁵¹. В Киргизии ценные бумаги иностранных эмитентов могут публично предлагаться после регистрации уполномоченным государствен-

⁴⁰ Ст. 78 Закона Республики Казахстан от 02.07.2003 № 461-III «О рынке ценных бумаг» // Правовая система «Континент». URL: <https://continent-online.com/> (дата обращения: 20.08.2024).

⁴¹ Канатов Р. К. Понятие, признаки и виды брокерских услуг на рынке ценных бумаг в праве стран Евразийского экономического союза: доктрины, законодательство и правовое регулирование // Международное право и международные организации. 2020. № 2. С. 24–37.

⁴² П. 2 ст. 52 Закона Кыргызской Республики «О рынке ценных бумаг» // Правовая система «Континент». URL: <https://continent-online.com/> (дата обращения: 20.08.2024).

⁴³ Ст. 10 Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» // СЗ РФ. 1996. № 17. Ст. 1918.

⁴⁴ Ст. 28 Закона Республики Беларусь от 05.01.2015 № 231-З «О рынке ценных бумаг» // Правовая система «Континент». URL: <https://continent-online.com/> (дата обращения: 20.08.2024).

⁴⁵ П. 4 ст. 41, ст. 51 Закона Киргизии «О рынке ценных бумаг».

⁴⁶ Ст. 10.1-1 Федерального закона «О рынке ценных бумаг».

⁴⁷ П. 1 ст. 10.10 Федерального закона «Об организованных торгах».

⁴⁸ П. 1–2 ст. 49 Закона Киргизии «О рынке ценных бумаг».

⁴⁹ П. 4 ст. 80 Закона Казахстана «О рынке ценных бумаг».

⁵⁰ П. 1, 3 ст. 8 Федерального закона «О рынке ценных бумаг».

⁵¹ П. 1, 2 ст. 51.1 Федерального закона «О рынке ценных бумаг».

⁵² П. 2 постановления Правительства Кыргызской Республики от 23.09.2011 № 588 «Об утверждении Положения о допуске ценных бумаг, выпущенных эмитентами других государств, к публичному предложению на территории Кыргызской Республики».

ным органом по регулированию рынка ценных бумаг⁵². Сходные требования действуют в Казахстане⁵³.

Отдельно следует затронуть вопрос *электронного документооборота*. Такая возможность предусмотрена в трех из пяти государств Союза (отсутствует в законодательстве Киргизии и Армении). При этом применимые правила электронного документооборота различны. В Беларуси определены только общие требования о том, что доставка электронных документов осуществляется посредством электронной почты, информационной системы ведомственного документооборота и единого портала электронных услуг⁵⁴. В законодательстве России содержится общая формулировка об обязанности организатора торговли обеспечить возможность представления в Банк России электронных документов, а также возможность получения от Банка России электронных документов в порядке, установленном Банком России⁵⁵. Наиболее разработанные правила действуют в Казахстане: зафиксирован принцип функциональной эквивалентности электронных документов бумажным при условии удостоверения посредством электронной цифровой подписи⁵⁶.

Регламентация клиринговой и депозитарной деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг в законодательстве государств — членов ЕАЭС

Гармонизация расчетов по ценным бумагам и систем учета прав на ценные бумаги является центральным элементом выстраивания архитектуры общего биржевого пространства ЕАЭС. В этих вопросах в национальном законодательстве государств — членов ЕАЭС сохраняются ре-

гуляторные различия. Полномочия *центрального контрагента* в отношении исполнения обязательств участников клиринга определены в законодательстве России⁵⁷, Беларуси⁵⁸ и Казахстана⁵⁹. В Армении и Киргизии соответствующие правила *отсутствуют*. Это проблемный аспект, поскольку центральный контрагент — один из ключевых элементов инфраструктуры развитых биржевых рынков.

Что касается института *центрального депозитария*, то он создан во всех странах Союза. При этом, однако, существуют серьезные организационно-правовые нюансы. Так, в Киргизии функции центрального депозитария могут выполнять организации, имеющие лицензию профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление депозитарной деятельности⁶⁰. В Армении центральный депозитарий — акционерное общество, наделенное функциями централизованного хранителя, держателя реестра и оператора расчетной системы ценных бумаг⁶¹. На него возложены функции скорее системного интегратора, нежели института, самостоятельно подтверждающего права на ценные бумаги. Система выстроена таким образом, что работу с клиентскими ценными бумагами ведет не депозитарий, а операторы счетов в лице банков и инвестиционных компаний, которые одновременно формируют необходимые эмитентам данные для осуществления корпоративных действий. В Беларуси функции центрального депозитария принадлежат государственной организации — республиканскому унитарному предприятию «Республиканский центральный депозитарий ценных бумаг»⁶², что выбивается из общей картины и не соответствует мировой практике. В Казахстане функциями

⁵³ П. 19 постановления Правления Агентства Республики Казахстан по регулированию и надзору финансового рынка и финансовых организаций от 29.10.2008 № 170.

⁵⁴ П. 13–15 постановления Минюста Республики Беларусь от 06.02.2019 № 19 «Об утверждении Инструкции о порядке работы с электронными документами в государственных органах, иных организациях».

⁵⁵ П. 13 ст. 5 Федерального закона «Об организованных торгах».

⁵⁶ Ст. 7 Закона Республики Казахстан от 07.01.2003 № 370 «Об электронном документе и электронной цифровой подписи».

⁵⁷ Федеральный закон от 07.02.2011 № 7-ФЗ «О клиринге, клиринговой деятельности и центральном контрагенте» // СЗ РФ. 2011. № 7. Ст. 904.

⁵⁸ Постановление Минфина Республики Беларусь от 23.05.2016 № 33 «Об утверждении Инструкции об условиях и порядке осуществления клиринговой деятельности».

⁵⁹ Закон Казахстана «О рынке ценных бумаг».

⁶⁰ П. 2.7 Положения о клиринговой деятельности на рынке ценных бумаг в Кыргызской Республике.

⁶¹ П. 1 ст. 175 Закона Армении «О рынке ценных бумаг».

⁶² П. 1.3 Указа Президента Республики Беларусь от 28.04.2006 № 277 «О некоторых вопросах регулирования рынка ценных бумаг».

централизованного держателя реестра обла- дает специализированное некоммерческое акционерное общество⁶³.

Центральный депозитарий в Казахстане выполняет функции расчетно-клиринговой системы, включая ведение банковских счетов в национальной валюте депонентов и переводные операции в национальной и иностранной валютах. В России принят отдельный закон о центральном депозитарии, согласно которому центральный депозитарий — небанковская кредитная организация, которой присвоен соответствующий статус⁶⁴. Центральные депозитарии в странах ЕАЭС не являются институтами, перед которыми эмитенты прямо обязаны раскрывать информацию о корпоративных событиях. При этом во всех странах Союза они принимают участие в организации проведения собраний акционеров эмитентов, ценные бумаги которых обслуживают.

Требования к клиринговым организациям в законодательстве государств — членов ЕАЭС неоднородны. В России клиринговой организацией может быть только хозяйственное общество⁶⁵. В законодательстве Казахстана установлены организационно-структурные требования к клиринговой организации⁶⁶. В законодательстве Армении понятие клиринговой деятельности и требования к клиринговым организациям законодательно не закреплены.

Столь важный вопрос, как *окончателъность расчетов* по ценным бумагам, регулируется законодательством, к сожалению, только в Армении⁶⁷ и России⁶⁸. При этом в России окончательность расчетов скорее имплицитно вытекает из правила об окончательности записей по

лицевым счетам, в то время как в законодательстве Армении данный вопрос регламентирован детально, включая такие нюансы, как порядок перевода на счета в результате определения чистых позиций по одним и тем же видам требований и обязательств, формирование центральным депозитарием фонда гарантийных средств, возможность передачи в залог учитываемых в системе хранения ценных бумаг с целью гарантирования окончательного расчета. Можно предположить, что пробел в регулировании данного вопроса в остальных странах Союза должен быть восполнен.

Правила доступа эмиссионных ценных бумаг к торгам в законодательстве государств — членов ЕАЭС

В законодательстве государств — членов ЕАЭС с различной степенью детализации прописаны требования к эмитентам ценных бумаг, включая требования к раскрытию корпоративной и финансовой информации. В то же время объем подлежащей раскрытию информации различается существенно. Если в Киргизии⁶⁹ и Беларуси⁷⁰ изложены только общие требования к раскрытию информации, то в Казахстане⁷¹ и России⁷² они указаны очень подробно. Законодательство стран Союза с разной степенью детализации регламентирует также *требования к ценным бумагам*, равно как и *детальные правила листинга* различных категорий ценных бумаг. Законодательство большинства государств — членов ЕАЭС (кроме Киргизии) предусматривает категории инвесторов, допущенных к участию в организованных торгах⁷³.

Процедура и сроки проверки полученных от эмитента документов на предмет соблю-

⁶³ П. 73 ст. 1 Закона Казахстана «О рынке ценных бумаг».

⁶⁴ Ст. 2 Федерального закона от 07.12.2011 № 414-ФЗ «О центральном депозитарии» // СЗ РФ. 2011. № 50. Ст. 7356.

⁶⁵ Ст. 5 Федерального закона «О клиринге, клиринговой деятельности и центральном контрагенте».

⁶⁶ П. 4 постановления Правления Национального Банка Республики Казахстан от 29.10.2018 № 254 «Об утверждении Правил осуществления клиринговой деятельности по сделкам с финансовыми инструментами».

⁶⁷ Ст. 202, п. 1, 3 ст. 203 Закона Армении «О рынке ценных бумаг».

⁶⁸ Ст. 8.5 Федерального закона «О рынке ценных бумаг».

⁶⁹ П. 1 ст. 30, п. 1, 2 ст. 31 Закона Киргизии «О рынке ценных бумаг».

⁷⁰ Ст. 55, 56 Закона Республики Беларусь от 05.01.2015 № 231-З «О рынке ценных бумаг».

⁷¹ Ст. 102 Закона Казахстана «О рынке ценных бумаг».

⁷² Положение Банка России от 27.03.2020 № 714-П «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг» // Вестник Банка России. 2020. № 39–40.

⁷³ См.: ст. 23 Закона Армении «О рынке ценных бумаг»; ст. 53-1 Закона Беларуси «О рынке ценных бумаг»; ст. 5, 5.1 Закона Казахстана «О рынке ценных бумаг»; пп. 29, 30 п. 1 ст. 2, п. 2 ст. 51.2 Федерального закона «О рынке ценных бумаг».

дения требований к допуску ценных бумаг к участию в торгах в странах Союза установлены законодательством и правилами листинга ценных бумаг организаторов торговли. Например, в российском законе предусмотрено, что ценные бумаги допускаются к организованным торгам путем осуществления их листинга, который проводится организатором торговли при условии соответствия ценных бумаг требованиям законодательства⁷⁴, в Казахстане данный вопрос регламентируется указаниями Национального банка⁷⁵ и правилами листинга фондовой биржи⁷⁶. Что касается *порядка взаимодействия брокеров с клиентами*, то в законодательстве Киргизии он изложен в самом общем плане⁷⁷, в то время как в Казахстане⁷⁸ и Беларуси⁷⁹ — вплоть до применимых норм гражданского права. *Правила регистрации сделок с эмиссионными ценными бумагами* в странах Союза различаются в точки зрения процедур, документации и сроков ее хранения.

Законодательство всех государств — членов Союза *предусматривает допуск к торгам ценных бумаг иностранных эмитентов*, хотя условия разнятся. Так, в Беларуси эмитенты вправе размещать ценные бумаги, зарегистрированные за пределами страны, при условии их допуска к размещению на территории страны в порядке, установленном республиканским органом государственного управления, осуществляющим государственное регулирование рынка ценных бумаг⁸⁰. В Российской Федерации допуск к обращению финансовых инструментов иностранных эмитентов осуществляется при условии присвоения им международного кода идентификации и квалификации таких финансовых инструментов в качестве ценных бумаг в порядке, установленном Банком

России⁸¹. В Армении Центральный банк может зарегистрировать проспект иностранного эмитента, составленный согласно законодательству иностранного государства, если, по мнению Центрального банка: 1) проспект составлен в соответствии с международными стандартами, принятыми международными организациями органов, контролирующими рынок ценных бумаг, включая стандарты раскрытия информации, принятые Международной организацией комиссий по ценным бумагам; 2) требования к включаемой в проспект информации, установленные законодательством страны эмитента, эквивалентны требованиям национального законодательства⁸².

Рекомендации для ЕАЭС в свете общих тенденций и наилучших мировых практик формирования общего биржевого пространства

Общие закономерности, тенденции и наилучшие законодательные практики формирования ОБП в интеграционных объединениях, рекомендуемые для использования в ЕАЭС, могут быть суммированы в следующих основных положениях.

Гармонизация законодательства. В объединениях с высокой степенью интеграции непосредственно в учредительных договорах предусмотрен гармонизирующий акт, обязательный для государств-участников, в соответствии с требованиями которого они обязаны привести свое национальное законодательство. В отдельных случаях отношения на фондовом рынке могут напрямую регулироваться правовыми актами интеграционного законодательства — такие акты имеют *прямое действие*. Гармонизация может достигаться и посредством принятия мо-

⁷⁴ П. 2 ст. 40 Федерального закона «О рынке ценных бумаг».

См. также: Правила листинга ПАО «Московская биржа», утвержденные решением Наблюдательного совета от 25.03.2024, протокол № 23 // URL: <https://fs.moex.com/files/257/48125> (дата обращения: 31.08.2024).

⁷⁵ Постановление Правления Национального банка Республики Казахстан от 27.03.2017 № 54.

⁷⁶ Правила листинга АО «Казахстанская фондовая биржа» от 11.03.2021.

⁷⁷ П. 18 постановления Правительства Кыргызской Республики от 26.07.2011 № 409 «Об утверждении стандартов внутреннего учета операций с ценными бумагами в брокерских компаниях».

⁷⁸ Ст. 63, 64 Закона Казахстана «О рынке ценных бумаг».

⁷⁹ Абз. 1, 3 ст. 31 Закона Беларуси «О рынке ценных бумаг»; п. 7, 12.1–12.4 постановления Минфина Республики Беларусь от 31.08.2016 № 76 «О регулировании рынка ценных бумаг».

⁸⁰ Ст. 18 Закона Беларуси «О рынке ценных бумаг».

⁸¹ П. 1 ст. 51.1 Федерального закона «О рынке ценных бумаг»; указание Банка России от 03.10.2017 № 4561-У.

⁸² Ст. 23 Закона Армении «О рынке ценных бумаг».

дельных, типовых актов, а также путем издания рекомендаций органами интеграционных образований.

Основой для гармонизации законодательства государств — членов интеграционного образования являются *международные финансовые стандарты*, издаваемые под эгидой международных организаций, устанавливающих стандарты (standard setting bodies)⁸³. Допуск поставщиков услуг из третьих стран может производиться в упрощенном порядке, если в результате анализа законодательства третьей страны решением органа интеграции будет выявлена эквивалентность финансового регулирования и надзора. И наконец, гармонизация законодательства имеет механизм мониторинга и контроля, подкрепляемый в ряде случаев возможностью для исполнительного органа интеграции предъявить в суд интеграционного объединения требование о приведении законодательства государства-члена в соответствие с гармонизирующим актом. Процесс мониторинга и контроля может осуществляться исполнительным органом интеграционного объединения, а может быть построен по модели *peer-reviews*, когда экспертная группа из одной или нескольких стран оценивает торговый режим в сфере финансовых услуг в другой стране.

Административное сотрудничество регуляторов государств — членов интеграционного образования выражается в обмене информацией между ними на постоянной основе, а также планомерной работе по сближению правил регулирования и надзора. Такое сотрудничество воплощается в создании постоянно действующего органа (ассоциации, комиссии), объединяющего регуляторов и обеспечивающего контакты не только на уровне руководителей национальных ведомств, но и на более низком уровне (департаментов и отделов). Для надзора за финансовыми группами, ведущими трансграничную деятельность, могут создаваться *надзорные коллегии* из представителей регуляторов из разных государств-членов. По мере развития деятельности постоянно действующего органа он может наделяться и надзорными функциями в отношении отдельных участников финансового рынка.

Взаимное признание лицензий профессиональных участников рынка ценных бумаг и взаимное признание регистрации выпусков эмиссионных ценных бумаг — ключевые признаки общего финансового рынка. В биржевой сфере устанавливается взаимный допуск брокеров и дилеров к биржевой торговле и расчетной инфраструктуре. Такое признание предваряет гармонизация законодательства государств-членов, а также *сближение стандартов регулирования* и надзора, стандартов подготовки и квалификации персонала финансовых организаций. Взаимное признание дополняется *принципом надзора страны происхождения*, когда регулятор, выдавший лицензию финансовой организации, надзирает за ее деятельностью не только на территории соответствующей страны, но и в других государствах. Во взаимном признании лицензий и выпусков ценных бумаг может быть отказано, если финансовая организация обращается за административным актом к регулятору определенного государства без реального намерения вести деятельность в этом государстве, а лишь для получения более лояльного режима регулирования. Положения о запрете *регулятивного арбитража* и правила его установления закрепляются в правовых актах. Взаимное признание в развитых интеграционных объединениях может быть дополнено правилом о возможности оказания финансовых услуг *без учреждения*, то есть без создания филиала или дочерней компании в стране осуществления деятельности.

Программный подход к финансовой интеграции предполагает принятие дорожных карт или планов действий, утверждаемых решениями исполнительных органов интеграционных объединений и/или на встречах регуляторов государств — членов интеграционных объединений⁸⁴. Такие планы могут утверждаться на основании результатов работы экспертных групп, так называемых комитетов мудрецов.

Создание ассоциаций профессиональных участников рынка ценных бумаг (фондовых бирж, клиринговых и депозитарных организаций) может способствовать обмену опытом, выработке профессиональных стандартов, в том числе по вопросам трансграничного доступа к биржевой торговле и расчетной инфраструктуре.

⁸³ О международных финансовых стандартах см.: Lifshits I., Ponamorenko V. International Financial Standards in the Global Legal Order and in EU and EAEU Law // Russian Law Journal. 2020. No. 8 (3). P. 4–31.

⁸⁴ Подробнее о программном подходе к регулированию рынка финансовых услуг в ЕС см.: Касьянов Р. А. Регулирование рынка финансовых услуг по праву ЕС и ЕАЭС : дис. ... д-ра юрид. наук : 12.00.10. М., 2019. С. 263–299.

Результаты анализа состояния законодательства государств — членов ЕАЭС и наилучших практик интеграционных объединений позволяют дополнительно сформулировать следующие выводы и рекомендации для ЕАЭС.

Во-первых, функционирующие в государствах — членах ЕАЭС модели биржевой торговли и применимые к ним правила обладают разной степенью зрелости. Отмечается разнообразие понятийного аппарата и способов формулирования соответствующих правил. Несмотря на это, фундаментальных противоречий в регулировании не выявлено, что приводит к положительному выводу о *наличии* предпосылок для формирования ОБП Союза.

Во-вторых, в ноябре 2020 г. распоряжением коллегии ЕЭК утвержден амбициозный план мероприятий по формированию ОБП в рамках ЕАЭС, предусматривающий конкретные шаги в данном направлении на период 2020–2030 гг. За прошедшие годы сделано немного: разработаны проекты двух соглашений (о взаимном допуске брокеров и трансграничном допуске к размещению и обращению ценных бумаг).

В-третьих, ключевым фактором создания ОБП выступает совместимость процедур и правил работы расчетно-клиринговых и учетных институтов. Поэтому важно разработать механизмы взаимодействия депозитариев для формирования основ их функциональной совместимости. Задача формирования ОБП Союза требует также унификации национальных стандартов корпоративного управления, особенно в части раскрытия информации. Это — ключевой фактор защиты прав инвесторов при организации трансграничной торговли ценными бумагами, гарантия качества корпоративного управления и основа принятия инвестиционных решений.

В-четвертых, сближение расчетно-учетных систем финансовых рынков государств — членов ЕАЭС невозможно без перехода их основ-

ных институтов на электронный документооборот, включая стандартизацию документов, автоматизацию их обработки и функциональную эквивалентность иностранных электронных подписей. Для этого может потребоваться заключение договора о взаимном признании электронных подписей или сертификатов их ключей. Единые согласованные форматы электронных документов и сообщений должны как минимум охватывать такие вопросы, как подача распоряжений на проведение трансграничных операций по переходу прав собственности и осуществление платежей.

В-пятых, хотя создание наднационального регулятора финансовых рынков предусмотрено Договором о ЕАЭС в 2025 г., это видится маловероятным, прежде всего в силу санкционных рисков и очевидной политической преждевременности такого шага с учетом текущего геополитического контекста. В частности, нельзя не учитывать то обстоятельство, что 12 июня 2024 г. со стороны США были введены блокирующие санкции против Московской биржи, а также ее дочерних компаний — Национального расчетного депозитария и Национального клирингового центра⁸⁵.

Отметим здесь, что Концепция формирования общего финансового рынка ЕАЭС 2019 г. и не предполагала наделяния наднационального органа (вопреки такому названию) какими-либо властными полномочиями, ограничиваясь функциями по анализу финансовых рынков, законодательства, ведению информационного реестра субъектов рынка и выработке рекомендаций по внедрению международных стандартов, а также полномочиями по анализу правовых актов государств-членов⁸⁶. «Ненаднациональный» характер проектируемого финансового органа отмечался исследователями⁸⁷, делались предложения о предоставлении этому органу права прямого надзора за системно значимыми финансовыми институтами⁸⁸.

⁸⁵ US Department of Treasury, Press release (June 12, 2024) // URL: <https://home.treasury.gov/news/press-releases/jy2404> (дата обращения: 31.08.2024).

⁸⁶ В качестве полномочий указано также международное сотрудничество, но без ущерба для полномочий национальных финансовых органов.

⁸⁷ Например, Р. А. Касьяновым и одним из авторов настоящей статьи: Касьянов Р. А. Критический анализ международного опыта в контексте решения задачи по формированию наднационального органа ЕАЭС по регулированию финансового рынка // Журнал российского права. 2024. Т. 28. № 6. С. 110–122; Лифшиц И. М. Международное финансовое право и право Европейского Союза: взаимодействие и взаимовлияние М. : Юстицинформ, 2020. С. 376.

⁸⁸ Алексеев П. В., Звонова Е. А. Развитие концептуальной модели формирования общего финансового рынка государств — членов Евразийского экономического союза // Банковское право. 2020. № 4. С. 44–51.

На наш взгляд, однако, наиболее реалистичный сценарий на пути позитивной интеграции — разработка рекомендательных норм и «мягких» правил, практическая реализация которых на национальном уровне может способствовать сближению регулирования государств — членов ЕАЭС. Целесообразно было бы включить в состав проектируемого финансового органа ЕАЭС представителей финансового рынка и академического сообщества госу-

дарств — членов ЕАЭС по аналогии с Группой заинтересованных лиц по ценным бумагам и рынкам, созданной в ESMA. В целом, думается, реализация рекомендаций, разработанных на основе анализа международной практики и приведенных в статье, поможет созданию общего биржевого пространства и общего финансового рынка ЕАЭС, что послужит стимулом для дальнейшего развития экономики этого интеграционного объединения.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

- Алексеев П. В., Звонова Е. А. Развитие концептуальной модели формирования общего финансового рынка государств — членов Евразийского экономического союза // *Банковское право*. 2020. № 4. С. 44–51.
- Интеграционное право : учебник / В. В. Блажеев, С. Ю. Кашкин, П. А. Калинин [и др.] ; отв. ред. С. Ю. Кашкин. М. : Проспект, 2023. 720 с.
- Канатов Р. К. Понятие, признаки и виды брокерских услуг на рынке ценных бумаг в праве стран Евразийского экономического союза: доктрины, законодательство и правовое регулирование // *Международное право и международные организации*. 2020. № 2. С. 24–37.
- Касьянов Р. А. Критический анализ международного опыта в контексте решения задачи по формированию наднационального органа ЕАЭС по регулированию финансового рынка // *Журнал российского права*. 2024. Т. 28. № 6. С. 110–122.
- Касьянов Р. А. Регулирование рынка финансовых услуг по праву ЕС и ЕАЭС : дис. ... д-ра юрид. наук : 12.00.10. М., 2019. 554 с.
- Лифшиц И. М. Международное финансовое право и право Европейского Союза: взаимодействие и взаимовлияние М. : Юстицинформ, 2020. 548 с.
- Лифшиц И. М. Правовое регулирование рынка ценных бумаг в Европейском Союзе : монография. М. : Статут, 2012. 253 с.
- Малько А. В., Гайворонская Я. В. Доктринальные акты как основной инструмент правовой политики // *Право. Журнал Высшей школы экономики*. 2018. № 1. С. 4–25.
- Яковлева М. А. Финансово-правовое значение Концепции формирования общего финансового рынка Евразийского экономического союза // *Вестник Московского университета. Серия 26, Государственный аудит*. 2020. № 4. С. 82–88.
- Bavoso V. Market-Based Finance, Debt and Systemic Risk: A Critique of the EU Capital Markets Union // *Accounting, Economics, and Law : A Convivium*. 2018. P. 1–26.
- Lifshits I., Ponamorenko V. International Financial Standards in the Global Legal Order and in EU and EAEU Law // *Russian Law Journal*. 2020. No. 8 (3). P. 4–31.
- Moloney N. The European Securities and Markets Authority and Institutional Design for the EU Financial Market — A Tale of Two Competences. Part 1: Rule-Making // *European Business Organization Law Review*. 2015. No. 12. P. 41–86.

REFERENCES

- Alekseev PV, Zvonova EA. Development of a conceptual model for the formation of a common financial market of the member states of the Eurasian Economic Union. *Bankovskoe pravo*. 2020;4:44-51. (In Russ.).
- Bavoso V. Market-Based Finance, Debt and Systemic Risk: A Critique of the EU Capital Markets Union. *Accounting, Economics, and Law: A Convivium*. 2021;11(3):20170039. <https://doi.org/10.1515/ael-2017-0039>.
- Blazheev VV, Kashkin SYu, Kalinichenko PA, et al. Integration Law. Kashkin SYu, ed. Moscow: Prospekt Publ.; 2023. (In Russ.).

Kanatov RK. The concept, signs and types of brokerage services in the securities market in the law of the countries of the Eurasian Economic Union: Doctrines, legislation and legal regulation. *Mezhdunarodnoe pravo i mezhdunarodnye organizatsii*. 2020;2:24-37. (In Russ.).

Kasyanov RA. A critical analysis of international experience in the context of solving the problem of forming a supranational EAEU body for regulating the financial market. *Zhurnal Rossiyskogo Prava [Journal of Russian Law]*. 2024;28(6):110-122. (In Russ.).

Kasyanov RA. Regulation of the financial services market under the law of the EU and the EAEU. Dr. Diss. (Law). Moscow; 2019. (In Russ.).

Lifshits I, Ponamorenko V. International Financial Standards in the Global Legal Order and in EU and EAEU Law. *Russian Law Journal*. 2020;8(3):4-31.

Lifshits IM. International Financial law and the law of the European Union: Interaction and mutual influence. Moscow: Yustitsinform Publ.; 2020. (In Russ.).

Lifshits IM. Legal regulation of the securities market in the European Union: A monograph. Moscow: Statut Publ.; 2012. (In Russ.).

Mal'ko AV, Gaivoronskaya YaV. Doctrinal acts as the main instrument of legal policy. *Pravo. Zhurnal Vysshey shkoly ekonomiki [Law. Journal of the Higher School of Economics]*. 2018;1:4-25. (In Russ.).

Moloney N. The European Securities and Markets Authority and Institutional Design for the EU Financial Market — A Tale of Two Competences: Part 1: Rule-Making. *European Business Organization Law Review*. 2015;(12):41-86.

Yakovleva MA. Financial and legal significance of the Concept of forming a common financial market of the Eurasian Economic Union. *Vestnik Moskovskogo Universiteta. Seriya 26, Gosudarstvennyy audit*. 2020;4:82-88. (In Russ.).

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРАХ

Лифшиц Илья Михайлович, доктор юридических наук, профессор кафедры международного права Всероссийской академии внешней торговли Министерства экономического развития Российской Федерации

д. ба, Воробьевское шоссе, г. Москва 119285, Российская Федерация
i.lifshits@edaslawfirm.ru

Сambatyan Анаит Сергеевна, доктор юридических наук, профессор кафедры международного права Всероссийской академии внешней торговли Министерства экономического развития Российской Федерации

д. ба, Воробьевское шоссе, г. Москва 119285, Российская Федерация
anait_smbatyan@mail.ru

INFORMATION ABOUT THE AUTHORS

Ilya M. Lifshits, Dr. Sci. (Law), Professor, Department of International Law, Russian Foreign Trade Academy, Moscow, Russian Federation
i.lifshits@edaslawfirm.ru

Anait S. Smbatyan, Dr. Sci. (Law), Professor, Department of International Law, Russian Foreign Trade Academy, Moscow, Russian Federation
anait_smbatyan@mail.ru

Материал поступил в редакцию 12 сентября 2024 г.

Статья получена после рецензирования 12 сентября 2024 г.

Принята к печати 15 апреля 2025 г.

Received 12.09.2024.

Revised 12.09.2024.

Accepted 15.04.2025.